金融学会会報

2012年度

日本金融学会秋季大会

研 究 報 告 概 要

期　日　2012年9月15日（土）・ 9月16日（日）

会　場　北九州市立大学北方キャンパス
（〒802-8577　福岡県北九州市小倉南区北方4-2-1）
最寄り駅：北九州モノレール「競馬場前・北九州市立大学前」駅。
所要時間：同駅より徒歩5分。
URL：http://www.kitakyu-u.ac.jp/access/

連絡先　日本金融学会 2012 年度秋季大会準備委員会
〒802-8577　北九州市小倉南区北方4-2-1
北九州市立大学経済学部・日本金融学会秋季大会準備委員会気付
E-mail : jsme-prog@kitakyu-u.ac.jp

お　知　ら　せ

○大会参加費：無料です。

○懇　親　会：9月15日（土）18時30分より、キャンパス内の生協食堂にて行います。ぜひご参加ください。参加をご希望の方は、懇親会費（4,500円）を、振込用紙を使って、下記の郵貯口座に8月22日（水）までにお振込みください。

郵便貯金 口座記号番号: 01750-8-123284

加入者名：日本金融学会秋季大会準備委員会

なお、8月23日（木）以降および当日お支払いの場合には5,500円を頂戴いたします。

○昼　　食：弁当(お茶付き：1食1,000円)をご用意いたしますので、上記振込用紙を使って、ご予約ください。なお、北方キャンパスの周辺には飲食店はほとんどなく、コンビニエンスストアが二店あるのみです。なお、弁当の受渡しは、C201教室で11：30から行う予定です。

ご　注　意：懇親会費・弁当代を振り込まれる方は、同封のハガキに必要事項をご記入の上、必ずご返送ください。このハガキを返送せずに、振込みのみをされた場合、懇親会へのご参加や弁当のお渡しができない場合がございますので、ご注意ください。また、お振込み後の懇親会費・弁当代の払い戻しには応じかねますので、ご了解ください。

○ア ク セ ス：会場へのアクセスは、最終頁の地図をご参照ください。駐車場の用意はしておりません。公共交通機関をご利用ください。

○セッション：自由論題の各報告は、報告者の報告時間25分、コメント10分、質疑応答10分の合計45分です。パワーポイントをご利用の方は、セッションの開始10分前までに会場備え付けのパソコンにコピーしてください。セッションの円滑な進行にご協力をお願い申し上げます。また、開始時間は9月15日（土）、16日（日）ともに10時です。

○宿 泊 施 設：各自で手配願います。

○そ　の　他：

- 当日のコピー・サービスは一切行いません（当日配布される資料については、各自で事前にご準備ください）。
- 大会準備委員会の方針として、出席者名簿の配布はいたしません。
- 本大会では、フロアからのコメント、討論者のコメントを集めません。ホームページには要旨集のみ掲載いたします。
- 要旨集の印刷配布は行いません。ホームページから必要とされる要旨をダウンロードしてご利用ください。
- 会場のパワーポイントは2003年版です。それ以降のバージョンの動作・設定については、担保していません。
- 本大会は、財団法人西日本産業貿易コンベンション協会から補助金交付を受ける予定です。

日本金融学会 2012 年度秋季大会

プログラム

第 1 日　9 月 15 日　（土）

受付開始　　北九州市立大学北方キャンパス本館 1F　　9:30～

１．　金融史パネル　　＜10:00～12:15＞

Ａ会場　　D201 教室

テーマ：1932 年日銀引受国債発行はどのようにして始まったのか

――大蔵省、日本銀行、シンジケート銀行からの考察

パネル主旨・報告要旨　座長　法政大学　靏　見　誠　良　氏

(1) 日銀引受国債発行方式の形成過程――1932 年

報告者　甲南大学　永　廣　　顕　氏

(2) 国債引受シンジケート銀行と売オペ――1931-37 年

報告者　麗澤大学　佐　藤　政　則　氏

討論者　慶應義塾大学　井　手　英　策　氏

討論者　東京経済大学　釜　江　廣　志　氏

討論者　日本大学　寺　西　重　郎　氏

２．　震災復興パネル　　＜10:00～12:15＞

Ｂ会場　　D202 教室

テーマ：震災復興に向けた金融・財政面ならびに制度面における課題

座長　東北福祉大学　鴨　池　　治　氏

(1) 被災地における中小企業金融の現状と課題

――『震災復興企業実態調査』の調査結果を踏まえて

報告者　東北大学　西　山　慎　一　氏

(2) 震災後の東北地方における金融面の現状と課題

報告者　東北財務局　明　瀬　光　司　氏

(3) 震災復興と財政

報告者　一橋大学　佐　藤　主　光　氏

討論者　青山学院大学　相　澤　朋　子　氏

討論者　みずほ総合研究所　小　野　有　人　氏

３． 自由論題　　＜10:00～12:15＞

Ｃ会場　D301 教室

セッション：アジアの金融

座長	愛知大学	栗　原　　裕　氏

(1) Capital Structure, Investment, and Growth of Listed Companies in Vietnam: An Estimation of the Influence of State Ownership by 3SLS

報告者	一橋大学大学院	Lai Thi Phuong Nhung 氏
討論者	広島修道大学	Nguyen Duc Lap　氏

(2) Concentration and Competition in the Banking Sector of Bangladesh: An Empirical Investigation

報告者	立命館アジア太平洋大学	鈴　木　　泰　氏
	チッタゴン大学	S. M. Sohrab Uddin　氏
討論者	アジア経済研究所	齋　藤　　純　氏

(3) Islamic Rates of Return and Conventional Interest Rates in Malaysian Deposit Market

報告者	新潟大学	伊　藤　隆　康　氏
討論者	東洋大学	中　川　利　香　氏

Ｄ会場　D302 教室

セッション：金融市場の実証分析

座長	一橋大学	三　隅　隆　司　氏

(1) ゼロ金利制約下におけるフィッシャー効果

報告者	創価大学	小　林　孝　次　氏
討論者	新潟大学	伊　藤　隆　康　氏

(2) 日本の商品先物市場におけるボラティリティの長期記憶性に関する分析

報告者	日本大学	三　井　秀　俊　氏
討論者	長崎大学	森　保　　洋　氏

Ｅ会場　D401 教室

セッション：内外のリテール・地域金融

座長	名古屋大学	家　森　信　善　氏

(1) イギリスにおける金融排除問題への取組みに関する考察――クレジットユニオン業界を中心として

報告者	成城大学	峯　岸　信　哉　氏
討論者	日本大学	長 谷 川　　勉　氏

(2) アメリカの地域開発における官民一体となった支援ネットワーク

報告者	大阪市立大学	森　中　由　貴　氏
討論者	駒澤大学	齋　藤　　正　氏

(3) 米国の消費者信用とリテール金融

報告者	名城大学	前　田　真一郎　氏
討論者	静岡大学	居　城　　弘　氏

Ｆ会場　　D402 教室

セッション：金融政策

座長	神戸大学	小　林　照　義　氏

(1) 銀行業の寡占化は金融政策にいかなる影響をもたらすか？

報告者	弘前大学	山　本　康　裕　氏
討論者	中央大学	奥　山　英　司　氏

(2) Robust Control and Asymmetries in Central Bank Forecasting

報告者	久留米大学	池　田　太　郎　氏
討論者	日本銀行	武　藤　一　郎　氏

(3) The Balance Sheet Channel of Monetary Policy: Evidence from the Panel Data of Japanese Manufacturing Firms

報告者	中央大学	増　田　公　一　氏
討論者	関西大学	本　多　佑　三　氏

Ｇ会場　　D403 教室

セッション：金融システム

座長	松山大学	掛　下　達　郎　氏

(1) 決済システム研究の新たな地平――存在論から認識論的分析へ

報告者	ソーシャル・サイエンス・ラボ	河　野　憲　嗣　氏
討論者	麗澤大学	中　島　真　志　氏

(2) Financial System as a Public Good in an Overlapping-generations Economy

報告者	慶應義塾大学	塩　澤　修　平　氏
討論者	神奈川大学	酒　井　良　清　氏

４．昼食　　＜12:15～13:30＞

５．中央銀行パネル　　＜13:30～15:45＞

Ａ会場　　D201 教室

テーマ：中央銀行の市場とのコミュニケーション

パネル主旨　座長　神戸大学　地　主　敏　樹　氏

(1) 中央銀行の独立性は担保されるか――日本銀行の場合

報告者　上智大学　竹　田　陽　介　氏

ニッセイ基礎研究所　矢　嶋　康　次　氏

討論者　神戸大学　高　橋　　亘　氏

(2) 欧州中央銀行の市場との対話――ECB のコミュニケーション政策は効果があったのか？

報告者　関西大学　高　屋　定　美　氏

討論者　三菱東京ＵＦＪ銀行　矢　口　　満　氏

(3) 非伝統的金融政策下における FRB の市場とのコミュニケーション

報告者　大阪府立大学　立　花　　実　氏

討論者　三菱ＵＦＪモルガン・スタンレー証券

森　山　昌　俊　氏

６．国際金融パネル　＜13:30～15:45＞

Ｂ会場　D202 教室

テーマ：日中金融協力と国際システム

パネル主旨・報告要旨　座長　明治大学　勝　　悦　子　氏

(1) 人民元の国際化と日中金融協力

報告者　財務省国際局開発政策課長　栗　原　　毅　氏

(2) 円・人民元直接交換市場とアジアの国際通貨決済システム

報告者　信金中央金庫　露　口　洋　介　氏

(3) 人民元「国際化」と香港金融市場

報告者　京都女子大学　鳥　谷　一　生　氏

討論者　横浜国立大学　上　川　孝　夫　氏

７．自由論題　＜13:30～15:45＞

Ｃ会場　D301 教室

セッション：国際金融 1

座長　一橋大学　小　川　英　治　氏

(1) Global Retail Banking in Emerging Markets: Developments in Brazil & Beyond

報告者　九州大学大学院　Dustin J. Brewer　氏

討論者　東北学院大学　伊鹿倉　正司　氏

(2) 外資系銀行を含む東南アジア主要銀行の経営効率の変化

報告者	一橋大学	奥　田　英　信　氏
	一橋大学大学院	竹　　康　至　氏
討論者	日本総合研究所	清　水　　聡　氏

(3) 日系現地法人の資金調達環境と具体的資金調達スキームの分類

報告者	日本政策金融公庫	海　上　泰　生　氏
討論者	中央大学	根　本　忠　宣　氏

D会場　　D302 教室

セッション：マクロプルーデンス政策

座長	香川大学	藤　井　宏　史　氏

(1) 自己資本比率規制の改正とグローバル経済への影響

報告者	広島修道大学	中　井　教　雄　氏
討論者	中京大学	英　　邦　広　氏

(2) 小国開放経済におけるマクロプルーデンスと金融政策

報告者	名古屋大学	高　久　賢　也　氏
	神戸大学	北　野　重　人　氏
討論者	九州大学	中　村　周　史　氏

E会場　　D401 教室

セッション：金融システムにおける公的部門の役割

座長	明治大学	渡　辺　良　夫　氏

(1) Analyses of Public Investment Shock in Japan: Factor Augmented Vector Autoregressive Approach

報告者	慶應義塾大学	平　賀　一　希　氏
	神戸大学	藤　井　隆　雄　氏
	流通科学大学	小　塚　匡　文　氏
討論者	滋賀大学	得　田　雅　章　氏

(2) 緊急信用保証制度の倒産防止効果――特別信用保証制度と比較して

報告者	同志社大学大学院	内　木　栄莉子　氏
討論者	名古屋大学	家　森　信　善　氏

F会場　　D402 教室

セッション：株式市場の理論・実証分析

座長	慶應義塾大学	金　子　　隆　氏

(1) 投資家の意見のばらつきが取引量とボラティリティーに与える影響

報告者	慶應義塾大学大学院	池　田　直　史　氏

討論者	大阪大学	太　田　　亘　氏

(2) 資産の空売り規制と価格変動

報告者	岡山商科大学	小　嶋　寿　史　氏
討論者	関西大学	宇　惠　勝　也　氏

G会場　　D403 教室

セッション：家計の金融行動

座長	早稲田大学	晝　間　文　彦　氏

(1) 金融教育が家計の金融資産選択に及ぼす影響――投資家タイプ別にみた教育効果測定の試み

報告者	県立広島大学	村　上　恵　子　氏
	京都産業大学	西　村　佳　子　氏
討論者	北星学園大学	皆　木　建　男　氏

(2) リスク認知と生活保障としての金融商品の需要形成プロセス――生活リスクへの対応は生命保険、損害保険、預貯金、有価証券で異なるか

報告者	生命保険文化センター	林　　晋　氏
討論者	鹿児島大学	永　田　邦　和　氏

(3) 相続による地域別家計金融資産への影響

報告者	野村資本市場研究所	宮　本　佐知子　氏
討論者	早稲田大学	晝　間　文　彦　氏

８．特別講演　　＜16:00～17:00＞

H会場　　A101 教室

座長	日本金融学会会長、同志社大学	藤　原　秀　夫　氏
講演者	野村資本市場研究所	関　　志　雄　氏

演題：中国の台頭と日本

9.　会員総会　　＜17:10 ～18:10＞

H会場　　A101 教室

10.　懇親会　　＜18:30～20:30＞

会場　　北九州市立大学　生協食堂（当日、受付で地図を配布します。）

第 2 日　9 月 16 日（日）

受付開始　　北九州市立大学北方キャンパス本館 1F　　9:30～

11.　特別セッション　　＜10:00～12:30＞

Ⅰ会場　　C302 教室

日韓交流セッション：金融市場の安定化に向けて

座長	東京大学	福　田　慎　一　氏

（1）Estimating Monetary Policy Rules When Interest Rates Are Stuck at Zero

報告者	Korea University	Jinill Kim 氏
討論者	日本銀行	加　藤　　涼　氏

（2）Bayesian Stock Market Instability Index

報告者	Keimyung University	Tae Yoon Kim　氏
	Yonsei University	Kyung Ju Oh　氏
	Hana Institute of Finance	Chiho Kim　氏
討論者	一橋大学	渡　部　敏　明　氏

（3）A Unified Model: Arbitrage-free Term Structure Movements of Flow Risks

報告者	Thomas Ho Company	Thomas S. Y. Ho　氏
	Hanyang University	Sang Bin Lee　氏
討論者	東京大学	福　田　慎　一　氏

12.　自由論題　　＜10:00～12:15＞

C会場　　D301 教室

セッション：　国際金融 2

座長	名古屋大学	金　井　雄　一　氏

（1）アジアにおけるバスケット通貨の展望――企業財務の視点から

報告者	みずほコーポレート銀行	赤　羽　　裕　氏
討論者	九州大学	岩　田　健　治　氏

（2）国際資本移動の現代的特徴――米国金融市場と国際資本移動

報告者	名城大学	高　山　晃　郎　氏
討論者	広島修道大学	川　本　明　人　氏

D会場　　D302 教室

セッション：ファイナンス

座長	愛知学院大学	内　田　　滋　氏

（1）Organizational Complexity and the Speed of Adjustment toward Target Leverage

報告者	一橋大学	小　西　　大　氏
	一橋大学大学院	中　嶋　　幹　氏
討論者	東京経済大学	石　川　雅　也　氏

（2）景気動向と個人デフォルトの関係――階層ベイズ・パネル・プロビット・モデルによる検証

報告者	三菱総合研究所	奥　村　拓　史　氏
	神戸大学	松　林　洋　一　氏

討論者	日本銀行	磯　貝　　孝　氏

Ｅ会場　　D401 教室

セッション：国際金融 3

座長	東京経済大学	釜　江　廣　志　氏

（1）Financial Market Imperfection in an Open Economy

報告者	岡山商科大学	井　田　大　輔　氏
討論者	愛知大学	栗　原　　裕　氏

（2）EBS 外国為替直物市場における指値注文のライフタイム

報告者	長崎大学	須　齋　正　幸　氏
	九州産業大学	吉　田　裕　司　氏
討論者	北星学園大学	皆　木　建　男　氏

Ｆ会場　　D402 教室

セッション：中国の金融制度

座長	大阪市立大学	清　田　　匡　氏

（1）中国農村金融改革における土地制度改革の役割

報告者	一橋大学大学院	張　　焱　氏
討論者	熊本学園大学	坂　本　　正　氏

（2）中国における第三者割当増資の実証分析

報告者	同志社大学大学院	兪　　傑　氏
	同志社大学	新関三希代　氏
討論者	青山学院大学	亀坂安紀子　氏

Ｇ会場　　D403 教室

セッション：金融史

座長	麗澤大学	佐　藤　政　則　氏

（1）太政官札、会計基立金と商法司

報告者	同志社大学	鹿　野　嘉　昭　氏
討論者	国士舘大学	野　下　保　利　氏

（2）近代中国「銭荘」のビジネスモデルとその衰退

報告者	麗澤大学	陳　　玉　雄　氏
討論者	早稲田大学	矢　後　和　彦　氏

13.　昼食　　＜12:15～13:30＞

14.　共通論題　　＜13:30～16:30＞

Ｈ会場　A101 教室

テーマ：アジアの成長と日本の金融――アジアを取り巻く金融環境の変化と

成長のためのアジア金融システム

共通論題主旨　座長　慶應義塾大学　吉　野　直　行　氏

(1) アジアにおける JBIC の役割とインフラ・ファイナンス

報告者　国際協力銀行 副総裁　渡　辺　博　史　氏

(2) アジアにおける金融協力

報告者　財務省 国際局地域協力課長　中　村　　修　氏

(3) アジアにおける日本の金融機関の成長機会

報告者　ドイツ証券 マネージングディレクター

山　田　能　伸　氏

(4) アジアにおける外国銀行の展開――タイと中国を中心に

報告者　山形大学　山　口　昌　樹　氏

15. 閉会挨拶

大会実行委員長　北九州市立大学　迎　由 理 男　氏

（プログラム委員会）

川 波 洋 一（九州大学、委員長）
掛 下 達 郎（松山大学）
金 子　　隆（慶應義塾大学）
栗 原　　裕（愛知大学）
地 主 敏 樹（神戸大学）
林　　康 史（立正大学）
福 田 慎 一（東京大学）
藤 田 誠 一（神戸大学）
前 田　　淳（北九州市立大学）
矢 野 順 治（広島大学）
渡 辺 良 夫（明治大学）
小 川 英 治（一橋大学）
金 井 雄 一（名古屋大学）
清 田　　匡（大阪市立大学）
佐 藤 政 則（麗澤大学）
西 山 慎 一（東北大学）
晝 間 文 彦（早稲田大学）
藤 井 宏 史（香川大学）
三 隅 隆 司（一橋大学）
迎　由 理 男（北九州市立大学）
家 森 信 善（名古屋大学）

（準備委員会）

迎　由理男(委員長)　後藤　尚久　武田　寛　前田　淳

〈金融史パネル〉

1932 年日銀引受国債発行はどのようにして始まったのか
―大蔵省、日本銀行、シンジケート銀行からの考察―

座長：靏見誠良（法政大学）
報告者：永廣顕（甲南大学）
佐藤政則（麗澤大学）
討論者：井手英策（慶応義塾大学）
釜江廣志（東京経済大学）
寺西重郎（日本大学）

パネル趣旨

高橋財政の枠組みを構成するのは、1931 年 12 月の金輸出再禁止であり、1932 年 11 月からの日銀引受国債発行である。本パネルでは、この日銀引受国債発行がどのようにして始まったのかを、大蔵省、日本銀行、国債引受シンジケート銀行の動きに重点をおきながら、激動する 1931 年後半から 32 年に内在して検討したい。

金輸出再禁止・金兌換停止（管理通貨制へ）と日銀引受国債発行（景気回復、軍拡財政、インフレへ）とは一体の関係として論じられる。論理的にはそうなのだが、予算編成、法的整備、金融政策、国債引受シンジケート銀行団との協議等々、1932 年における一連の動きを観ると、意識的な連続性よりも「ちぐはぐさ」が目に付く。例えば、①金輸出再禁止から日銀引受国債発行の実施まで約 1 年も要している、②32 年 7 月には国債引受シンジケート銀行団が拡大（信託会社参加）されている、③金融緩和が進行していた 11 月に引受が行われ、緩和が明確となった 1 ヵ月後に早くも売りオペが始まっている、④金解禁・再禁止に関する喧騒なまでの議論と比べて、日銀引受国債発行についてはほとんど議論がなく、あまりに静寂な始まりであった、などである。

とくに③については、売りオペが可能になる金融緩和を待って引受したかのようにも観える。仮に「引受後、限りなく直ちに近い売りオペ実施」が、高橋財政期の日銀引受発行というものであったのならば、売りオペが可能な金融状況でなければ引き受けられないことになる。これを意識的に追及された「事実上の市場制約」と考えるべきなのだろうか。

こうした「ちぐはぐさ」の丁寧な解明は、国債発行思想・方法の「ジャンプ」を考察する上で、重要だと思われる。当然ながらこれまで、発行主体である大蔵省サイドから、また引受主体である日銀側からのアプローチが試みられており、相応の成果がある[1]。本パ

[1] 代表的なものを挙げれば、大蔵サイドからは、帝国議会を重ねるごとに予算規模と発行国債額が巨大化しており、国債発行方式の転換が一挙にではなく漸次的に進行したことを明示した永廣顕「国債発行方法の転換過程」(『証券経済』177 号、1991 年 9 月)。日銀サイドについては、その消極的関与を漂わせる吉野俊彦のいわば「日銀弱者的把握」(『日本銀行百年史』も同様のスタンス) があったが、実態はそうではなく、日銀の主体的関与が強いことを伊藤正直『日本の対外金融と金融政策』(名古屋大学出版会、1989 年)が指摘した。その後、伊藤の指摘を継承した井手英策『高橋財政の研究』(有斐閣、2006 年)が大蔵・日銀の「共同調査会」における議論を精査することで、吉野が描くイメージよりもかなり能動的な関与をしてきたことを明確にした。鎮目雅人『世界恐慌と経済政策』(日本経済新聞社、2009 年)のスタンスは微妙である。

ネルでは、こうした成果を十分に踏まえながら、次の課題を検討したい。

(1) 日銀引受発行に関する方法・考え方の異同ないし「進化」

(2) 国債引受シンジケート銀行、日本銀行、大蔵省における相互信頼

(3) 日銀による国債引受と売りオペとのタイミング

上記のなかでも(1)であるが、1932 年以前から、あるいは 32 年の年初から日銀「引受」的な議論や示唆はある。問題はこれらと 11 月に実施された引受発行とは同じものであるのか、どうか。いわば「異同」(「進化」？)の検討である。そもそも本格的な「売りオペ」を組み込んだ、『日本銀行沿革史』3 集 13 巻で言う「特別発行」という仕組み・考え方は、予算編成や法整備を通じてどのように形成されてきたのであろうか。

この課題については、永廣顕「日銀引受国債発行方式の形成過程：1932」が、大蔵省・日本銀行・国債引受シンジケート銀行における認識の「変化」を追跡することによって検討する。それを踏まえて、佐藤政則「国債引受シンジケート銀行と売オペ：1931-37」が上記(2)と(3)の課題を軸に報告する。

これらの報告を通じて「暫定的」で「未完成な」引受発行という実態が浮かび上がるだろう、と同時に国債引受シンジケート銀行を核とする国債・金融市場の動向に敏感な日銀、大蔵の姿がより鮮明になるだろう。これをたたき台に、できればこれまで財政規律という政策意識の観点から取り上げられがちであった高橋財政末期の「国債漸減方針」を市場の問題として議論し、さらには高橋財政と馬場財政における国債政策の相違をより明確にしたいと考える。

永廣、佐藤両報告の概要は下記のとおりである。

日銀引受国債発行方式の形成過程：1932

永廣　顕（甲南大学）

本報告では、1932 年 11 月に新規国債の日銀引受発行が実施されるに至るまでの過程を、1932 年度の予算編成の段階的な推移に対応した大蔵省、日本銀行、国債引受シンジケート銀行の動向と同時期に実施された法的整備との関連性を考察しながら、解明する。

1932 年度においては、それまで公募と預金部引受の方式により発行されてきた新規国債の国債発行方式が転換し、新規国債の大部分を日本銀行が引受け、後に売りオペを実施するという方式がとられることになった。このような新規国債の日銀引受発行が実施されるに至るまでの過程については、日本銀行調査局特別調査室編[1948]『満州事変以後の財政金融史』や大蔵省昭和財政史編集室編[1954]『昭和財政史　第Ⅵ巻』等により、法的整備とともに国債発行方式が予定調和的に一挙に転換したと理解されてきた。

これに対し、報告者は、拙稿[1991](注参照)において、予算編成の推移とともに国債発行方式が紆余曲折を経ながら漸次的に転換したことを明らかにした。しかし、日銀引受発行に関する考え方については、大蔵省側からのアプローチにとどまり、日本銀行や国債引受シンジケート銀行側からからのアプローチが欠如していた。そこで、本報告では、日銀引受発行のあり方をめぐる大蔵省・日本銀行・国債引受シンジケート銀行の認識について再検討し、各々の動向と同時期の法的整備との関連性を考察しながら 1932 年における日銀引受国債発行方式の形成過程を明らかにする。

国債引受シンジケート銀行と売オペ：1931-37

佐藤　政則（麗澤大学）

高橋是清蔵相に買いオペを薦めた深井英五は「昭和 7 年に於ては引受団が大部分の予約引受を困難とする実情となった」(深井英五『金本位制離脱後の通貨政策』p358)と述べたが、この「実情」を国債引受シンジケート銀行のサイドから検討する。

そのさい 1931 年 9 月のイギリス金本位制離脱を契機とする「ドル買」問題と年末にかけての国債価格暴落に注目する。これらによって、1920 年代の繰り返す金融危機を通じて強化されてきた日本銀行、大蔵省、国債引受シンジケート銀行の相互の信頼関係が 1932 年には大きく毀損していたのではないか、と考えられるからである。より広義には、三者の協力・連携による「金融財政ガバナンス」が 1932 年には機能しなくなっていたのではないか、という仮説でもある。この延長線上で 1936 年 2.26 事件と 37 年 2 月の日銀正副総裁更迭（深井・清水⇒池田・津島）を考えてみたい。

以上の検討とともに、1932 年 11 月以降の日銀による国債引受と売りオペとのタイミングを考察する。高橋蔵相や深井日銀副総裁・総裁が恐れていたのは、国債引受・政府支出の増大と売りオペとの間でタイムラグが大きくなることであった。これを可能な限り抑制（短縮）するには、国債・金融市場の動向に即した日銀引受発行と売りオペでなければならないだろう。売りオペの主たる対象の検討も含めて、引受・売りオペの実態を考察する。

被災地における中小企業金融の現状と課題
―『震災復興企業実態調査』の調査結果を踏まえて―

東北大学経済学研究科　西山慎一

報告要旨：

東日本大震災後の被災地の復興は、被災地における中小・零細企業活動の復興なくしては達成できない。また、被災企業のニーズに合った復興支援策を策定する上で、企業実態を正確に把握しておくことは大前提である。しかしながら、被災地における企業の震災後の活動状況について、行政機関あるいは研究機関によって、包括的・産業横断的な調査が行われているとは言い難く、ましてや継続的な調査となると皆無に等しい。

東北大学経済学研究科・震災復興研究センターでは、被災地における企業（大企業・中堅・中小・零細企業）の復興状況を包括的・産業横断的・継続的に把握することを目的として、今年度より向こう 5 年間にわたり『震災復興企業実態調査』と題したアンケート調査を実施することとした。初年度は、被災地（岩手県・宮城県・福島県・八戸市）にある企業 3 万社に対してアンケート調査（調査期間：2012 年 7 月 1 日～31 日）を行い、実に 7 千社を上回る企業からの回答を得た。

本報告においては、今回の『震災復興企業実態調査』の調査結果の概要を速報という形で報告するとともに、被災地における中小企業金融に焦点を当て、いわゆる「二重債務問題」の現状と浮かび上がってくる課題について報告する。

震災後の東北地方における金融面の現状と課題

財務省東北財務局　明瀬 光司

東日本大震災の発災からはや一年半が経過したが、地震に加え津波、原発事故が重なるという未曾有の大災害であり、未だ避難生活を余儀なくされている被災者が居られるなど被災地の復旧・復興は未だ道半ばである。

また、被災地では、被災者が復興に向けて再スタートを切るにあたり、既往債務が負担となって新規調達が困難となる等の問題（いわゆる二重債務問題）が生じており、被災地の着実な復興のためには、この二重債務問題にも適切に対応する必要がある。

地域金融機関は、被災地において、借入金の条件変更やつなぎ資金等の借入申込み等に対する弾力的な対応、及びこの二重債務問題に金融面から対応するため、個人版私的整理のガイドライン、東日本事業者再生支援機構及び産業復興機構等の積極的な活用が期待されている。

今回、被災地の地域銀行の震災後の預資金、収益等の動向や二重債務問題への対応状況などを踏まえ、東北地方における金融面の現状と課題を分析する。

「震災復興と財政」
―東日本大震災からの復興と今後の震災への備え―

所属：一橋大学国際・公共政策大学院
氏名：佐藤　主光（もとひろ）

東日本大震災（2011 年 3 月 11 日）は図らずも日本経済・財政の「構造問題」を露呈させた。具体的には、(1) 地域社会の高齢化・コミュニティー力の低下、(2) 漁業・農業の競争力の欠如・就業者の高齢化、(3) 政府のリスクマネジメント（平時から非常時への転換）の欠如、(4) 国・地方の責任関係の曖昧さ、(5) 優先順位の付かない歳出・乏しい税収、及び (6) 国の財政悪化などである。本報告では、①震災復興の課題として我が国の財政の現状を概観、②復興増税を巡る迷走を振り返り、③明らかになった構造問題とその改革の在り方について述べる。

「経済一流・政治三流」と揶揄されてきたことからも、従来一流の経済によって三流の政治・財政が支えられて来たといっても過言ではない。仮に経済が一流であり続けたならば、今回の震災においても法人税の臨時増税など企業課税を中心に財源を調達できていただろう。非効率とはいえ既得権益を擁護する原形復旧や新たなバラマキ的な支援も許容できたかもしれない。しかし、わが国の経済が置かれた状況は厳しさを増している。震災復興において、経済に支えられる政治・財政から経済を支える政治・財政への転換が求められているのだ。

震災以前からわが国では課題が山積してきた。国・地方の財政悪化、社会の高齢化、グローバル経済への対応などである。いずれも「先送り」を繰り返して今回の震災に至った経緯がある。震災復興を「新しい日本」につなげていくことが多く主張されている。しかし、新しい日本に向けては過去の清算、即ち、これまで積み重なってきた課題（財政再建、社会保障改革、グローバル経済への対応）への対処が不可欠だろう。

震災という「危機」は、歳出・税制など既存の制度を見直す「機会」でもある。この機会を逃せば、危機は更に深化しかねない。

Capital Structure, Investment, and Growth of Listed Companies in Vietnam: An Estimation of the Influence of State Ownership by 3SLS

Hidenobu Okuda* (Hitotsubashi University)
Lai Thi Phuong Nhung (Graduate School of Economics, Hitotsubashi University)

Abstract

This study investigates the capital structure, investment activities, and growth opportunities of listed companies on the Hanoi Securities Exchange and the Ho Chi Minh Securities Exchange in Vietnam. Estimation analysis using panel data covering the five-year period 2006-2010 by 3SLS revealed the following results. (1) The fund-raising activities of the listed companies can be well explained by the agency cost theory. (2) Long-term fund-raising of listed companies in Vietnam is strongly depended on collateral. (3) State-controlled companies listed on the Ho Chi Minh Securities Exchange have access to debt more easily. (4) Foreign ownership companies as listed on the Hochiminh Securities Exchange, could raise funds by equity more easily. (5) On the Ho Chi Minh Securities Exchange, debt financing in general facilitates the under-investment problem (debt-overhang problem), while it encourages the investment of state-controlled companies. (6) On the Hanoi Securities Exchange, debt financing encourages investment of the companies listed in general, while it restrains the overinvestment problem of state-controlled companies. (7) The state-controlled companies listed on the Ho Chi Minh Securities Exchange are less active investors, while those listed on the Hanoi Securities Exchange are more active investors. These results imply that the economic reforms (Doi Moi) implemented by the Vietnamese government have achieved some of their goals in terms of fund mobilization and corporate financing. However, our study illustrates several limitations of the economic reforms, such as the opaque relationship between state-controlled companies and state-owned banks, financial restrictions on investment activities, and inactive investment of companies that are state-controlled. These suggest that the privatization process of state-owned banks or companies in Vietnam should be accelerated.

Keywords: Corporate Finance, Capital Structure, Transition Economy, Vietnam
JEL Categories: G32, G34, G38

* Corresponding author. Email: hokuda@econ.hit-u.ac.jp.

Concentration and Competition in the Banking Sector of Bangladesh: An Empirical Investigation

Yasushi Suzuki（立命館アジア太平洋大学）
S. M. Sohrab Uddin（チッタゴン大学）

Performance and stability have been considered as the two vital ingredients by the policy makers for the banking sector of a country and maintaining an optimal industrial structure is essential for enhancing both the two elements. However, the banking literature has been put forward some form of conflicting findings with regard to the structure of the banking industry by suggesting two different paradigms: structure conduct performance and efficient structure, although there is no consensus in relation to the optimal structure of the banking sector to ensure both performance and stability. Nevertheless, the measurement of concentration and competition is really crucial for adopting welfare-related public policy in the banking sector. Furthermore, various changes generated by the financial reform policy accelerate the necessity of computing concentration and competition. The banking sector of Bangladesh has also observed many changes in its structural and functional composition due to the shift to financial deregulation in the 1980s. But the analysis of concentration and competition has been remained insignificant and therefore, this study is undertaken to investigate the market structure of the banking sector of Bangladesh and its change over time by adopting simultaneous use of concentration and competition ratios namely the K concentration ratios, Herfindahl-Hirschman index, Hall-Tideman Index, Comprehensive Industrial Concentration, and entropy measure for concentration and Panzar-Rosse algorithm for competition. The sample period for measuring concentration and competition are 1983-2010 and 2001-2010 respectively. For concentration measurement, all banks operating within a particular year are considered while for competition the data of 38 commercial banks are considered. The interim findings report a reduction in bank concentration, which reflects an increase in bank competition.

Islamic Rates of Return and Conventional Interest Rates in Malaysian Deposit Market

新潟大学　伊藤隆康

マレーシアではアジアにおけるイスラム金融の拠点として、政府や中央銀行などが積極的なイスラム金融の振興策をとってきた。同国におけるイスラム預金のシェアは 2000 年には約 5%程度であったが、2011 年には約 20%まで拡大している。また、同国ではイスラム金融を行う銀行は伝統的な銀行との競争が激しく、金融市場ではイスラム預金の収益率と通常（Conventional）預金の利子率がそれぞれ提示されている。本稿の目的は、(1)イスラム預金の収益率と通常預金の利子率の関係を分析する、(2)短期金融市場における指標金利である KLIBOR(Kuala Lumpur Interbank Offered Rate)とイスラム預金の収益率、通常預金の利子率を用いて金利形成を検証する、の 2 点である。

イスラム預金の収益率と通常預金の利子率（1 カ月物、3 カ月物、6 カ月物、12 カ月物）は共変動しており、また、1 カ月物においては、1 対 1 の関係が確認できた。先行研究では、通常預金の利子率がイスラム預金の収益率に一方的な影響を与えていた。しかし、本稿の分析では、イスラム預金の収益率と通常預金の利子率は相互に影響を及ぼしあい、かつ、イスラム預金の収益率が通常預金の利子率に与える影響の方が大きかった。KLIBOR はイスラム預金の収益率や通常預金の利子率と共変動していた。また、イスラム預金の収益率（1 カ月物、3 カ月物、6 カ月物、12 カ月物）は、KLIBOR と 1 対 1 の関係にあった。イスラム預金の収益率や通常預金の利子率（1 カ月物、6 カ月物、12 カ月物）は、一方的に KLIBOR に影響を及ぼしていた。3 カ月物においては、相互に影響を及ぼしていた。

以上の結果から、マレーシアの預金市場は競争的であり、特に 1 カ月物の預金における競争がもっとも激しいと考えらえる。また、イスラム預金の収益率と通常預金の収益率は、KLIBOR とともに短期金融市場における金利を形成している。マレーシア政府などによるイスラム預金の振興策や 2005 年以降、預金市場におけるイスラム預金のシェアが著しく伸びていることと平仄を合わせる形で、イスラム預金の影響力が強まっていると推測できる。

Keywords：Islamic Finance, Deposit, Malaysia
JEL Classifications：E43, G10

ゼロ金利制約下におけるフィッシャー効果

創価大学　小林孝次

1999 年 2 月ゼロ金利政策が導入され、その後一時解除されたものの 2001 年３月には量的緩和政策として事実上再びゼロ金利政策となった。そして 2006 年３月には量的緩和政策は解除され、コールレートの目標水準は引きあげられたものの、2008 年 9 月にリーマンショックが生じ、世界的な金融危機 to なり、さらに現在はギリシアを発端としたヨーロッパ債務問題により先進国経済は停滞が続いている。こうしたなか日本銀行によるゼロ金利政策は、事実上 10 数年にわたって続いている。

1995 年以降 1997 年の一時期を除き、物価は下落し続け、人々のデフレ予想も定着している。一方、生産面における潜在的な成長力も停滞しており、自然利子率も停滞ないしマイナスを示している。名目利子率はゼロ％のまま、経済成長率も停滞、インフレ予想もマイナスという状況下では、名目利子率＝実質利子率（ないし自然利子率）＋予想インフレ率というフィッシャー方程式は成立し得ないことは容易に推測される。

そこで、本報告では、まずデータにもとづいて名目利子率、実質利子率・自然利子率、予想インフレ率の間にフィッシャー方程式の関係が存在するかどうかについて、統計的検証を行ってみた。具体的には、これら 3 変数間に長期の均衡関係である共和分（Cointegration）の関係が存在するかを検証してみた。

これまでに行われてきたフィッシャー効果の先行研究においては、多くの場合、実質利子率を所与として、2 変数のみを用いて検証が行われてきた。それらに対して本報告の計測では、自然利子率の推定値を実質利子率として利用し、3 変数間での共和分検定によってフィッシャー効果の検証を行なっている。さらに、これまで行われてきたフィッシャー効果の計測の大半はゼロ金利政策導入前のいわば通常期が対象であった。ゼロ金利政策導入は大きな構造変化であると思われるので、本報告ではゼロ金利政策導入の前後で期間を分け、名目利子率のゼロ制約下においてもフィッシャー方程式の関係を検証してみた。

結果は、これまでの研究成果と同様、ゼロ金利制約以前の通常期間においては３変数を用いることによってもフィッシャー効果を見出すことができた。一方、デフレ予想、マイナスの自然利子率、そしてゼロ金利制約のかかる 1999 年以降においては推測されるとおり、フィッシャー効果、フィッシャー方程式の関係はデータによっても支持されなかった。

日本の商品先物市場におけるボラティリティの長期記憶性に関する分析

三井秀俊　日本大学

本論文では，ボラティリティの長期記憶（long memory）性に焦点を当て実証分析を行なう．ボラティリティの短期記憶(short memory)過程に関しては上記の羽森・羽森(2000)がGARCH モデルと GJR モデルを使用して実証分析を行なっている．しかし，ボラティリティのショックの減衰は，短期記憶過程よりも遅いことが指摘されている．そこで本論文では，日本の商品先物市場でもボラティリティの長期記憶性があるかどうかの検証を行なう．ボラティリティの長期記憶性が存在するならば，長期の限月をもつ先物やオプションの価格付けがより正確に行なうことができるようになる．長期記憶性を捉えるため Baillie et al.(1996) の FIGARCH (Fractionally Integrated GARCH) モデルと Bollerslev and Mikkelsen (1996) の FIEGARCH (Fractionally Integrated Exponential GARCH)モデルを使用する．

実証分析を進めるにあたっては，2003 年 4 月 1 日から 2010 年 12 月 30 日までの日経商品先物指数（Nikkei Commodity Futures Index; NCF Index)，東穀農産物指数（TG Index)，日経・東工取商品指数（Nikkei-TOCOM Commodity Index; NTC Index)，金(標準)の日次データを用いて実証的な検証を行なった．主に指数を使用した分析に焦点を当てるのは，個別の商品先物ではなく商品先物市場全体のボラティリティ変動の特性を検証するためである．また，個別の商品先物の多くは価格水準や変動性に季節性が出やすいためである．個別の商品先物の中からは，出来高・建玉が最も高い金(標準)を選択した．本研究の実証分析の結果として，主に以下の結果が得られた．(1) 日経商品先物指数，東穀農産物指数，日経・東工取商品指数，金(標準)のボラティリティは，定常長期記憶過程か，あるいは，非定常長期記憶過程に従う．(2) 各々の収益率についてのリスク・プレミアムと各々の収益率とボラティリティとの間の非対称性を観測することはできなかった．(3) 商品先物市場における時系列分析に対して正規分布よりも裾の厚い分布を用いることは有効である．

イギリスにおける金融排除問題への取組みに関する考察
―クレジットユニオン業界を中心として―

成城大学
峯岸　信哉

【報告要旨】

イギリスでは、低所得層の人々に対して十分な金融サービスの提供が行われていないことが早くから問題視されており（金融排除問題）、そのことが社会から疎外される人々を作り出していること（社会的排除）につながっているとして、これまで様々な側面から改善への取組みが行われてきた（金融包括）。本稿は、地域金融機関の中でも、特に顧客と face-to-face の取引を行い低所得層への金融排除の解決へ向けて直接的な貢献が期待されているイギリスのクレジットユニオンに焦点を当て、金融包括へ向けた近年の取組みについて問題点の整理を行う。

近年のイギリスでは、1980 年代の規制緩和や 2008 年からの欧州経済危機のために、失業者が増大し続けている。また EU の拡大政策によって、東欧などからの移民も増加してきており、こうした人々は金融排除の状況に簡単に陥ってしまう存在として救済の必要性が議論されている。

一方で、業界全体の基礎データから見ると、クレジットユニオンは産業全体として規模が拡大している。しかしながら、こうした傾向は大規模少数のクレジットユニオンによってもたらされており、その他の大部分のクレジットユニオンは経営的に脆弱であり、経営を安定的にすることが最優先課題である。それゆえ多くのクレジットユニオンは、現時点では金融弱者の救済に積極的に取り組む状態にはないという様子を伺うことができた。

大部分のクレジットユニオンの経営が依然として不安定であるにも関わらず、政策当局は個人顧客と距離が近い金融機関を効果的に活用し、社会的排除問題の解決へ向けた具体的な成果を一日も早くあげようとしている。一方のクレジットユニオン業界は、成長ファンドによる投資を受け入れ、法律改正の受け入れ、一見すると政策当局と同じ方向を向いているように見られる。しかしながら関係機関のヒアリングによると、クレジットユニオンの優先事項は社会的弱者の救済というよりも自身の経営強化であることがわかった。こうした政策当局と現場の金融機関との方向性のミスマッチは、施策による成果を半減させてしまうかもしれない。社会的排除・金融排除の削減という目標へ向けてより確実な成果をあげるために、統一感のある、実践的な環境作りの議論が求められる。

アメリカの地域開発における官民一体となった支援ネットワーク
――CDC の発祥およびその活動とクレジット・ユニオンによる SBA 融資を活用した事業融資の可能性を中心に――

大阪市立大学大学院　森中 由貴

本稿では、CDC の誕生から現代の CDC の有す民間組織を巻き込んだ支援ネットワークの確立、そして CDC や民間金融機関による 7(a)融資および 504 融資プログラムの特徴とその有用性を確認し、これからのクレジット・ユニオンがいかに地元地域の再開発や発展に効果的に関与できるのかを考察した。

第 2 節では、公民権運動の高まりを発端にした CDC を含む金融的・社会的弱者を支援する仲介組織の出現を概観し、その後に CDC がどのような活動を行っているのかを概観し、第 3 節では、CDC の民間組織を巻き込んだ資金調達ネットワークを概観したのちに、SBA が行う 7(a)融資と 504 融資プログラムの概要を確認し、CDC の実際の活動を紹介した。そして、第 4 節では、2000 年代に入ってからの 7(a)融資と 504 融資の貸付市場および流通市場での取引の状態を確認したのちに、これからのクレジット・ユニオンがどのように地元地域の再開発や発展に効果的に関与していくことができるかを考察した。

その結果、アメリカにおいて地域開発は、個々の組織が単独で行うのではなく、民間の営利組織をも含めた社会全体の団体や組織がかかわりあっていることが明らかとなった。しかもこのネットワークは、どちらか一方だけが恩恵を被るというものではなかった。つまり CDC であれば活動資金を調達することができ、商業銀行であれば CRA のクレジットや税額控除を受けることができるのである。こうしたネットワークを構築することによって CDC は、単独では不可能な活動の実行を可能にし、また自らの長期的な存続をも可能にしていた。

しかしながら、CDC の助成金等に依存する体質は依然として見られた。そのため困窮する地域での開発を今後も確実なものとするためにも、CDC は政治的方針の変化にその活動の実現可能性や自らの存続を簡単に左右されるような体質から脱却する必要があった。そのために CDC には、金融機関等の民間組織とのさらなる連携の強化とその多角化が求められた。また、民間組織側にもこうした CDC や CDFI 等へ資金提供を行うことが可能となるネットワークを有効に活用し、積極的に地元地域の再開発や発展に関与していくことも求められた。

加えて、こうしたネットワークをより効果的かつ効率的に運営していくためには、政府等による支援プログラムや法律の活用も非常に有効であった。したがって地域開発は、公の機関や民間の組織が一体となって行うことが最も重要である。

米国の消費者信用とリテール金融

名城大学　前田真一郎

20 世紀初頭の米国において形成された消費者信用は、生産者ではなく消費者に信用を供与することにより、自動車など耐久消費財の販売を促進する役割を果たした。戦後において消費者信用は、クレジットカードの出現により大きく変化していく。クレジットカードは、それまでの消費者信用の地理的な限界を打ち破り、利用可能な商品をカード利用加盟店の範囲で無限に広げた。その結果、消費者信用は、再生産活動を背後から支える役割から消費者の消費活動を促進する役割へと転換していったのである。現在の米国において消費は、消費者信用の利用と深く結び付いている。消費者信用は、現代の経済社会において極めて大きな影響を及ぼすに至った。

消費者信用の発展過程を、消費者に対して信用を供与する供給者の視点から見ると、そのプレーヤーは時代とともに変化していった。当初、割賦信用を供与するファイナンス・カンパニーが信用形態としての消費者信用を形成し、クレジットカード会社が消費者信用市場の拡大を牽引した。その後、ファイナンス・カンパニーが切り開いた消費者信用の分野に商業銀行が参入していくことによって、消費者を対象とする金融の範囲が広がっていった。割賦信用やクレジットカードといった消費者信用は、商業銀行の資金調達とも結び付くことによってコンシューマー・バンキングさらにはリテール・バンキングへと展開していくことになった。中でも、米国商業銀行は、消費者を対象に、その顧客対象を広げながら収益を上げるために試行錯誤を繰り返してきた。商業銀行が、最終的に消費者を対象とした金融業で収益を上げることができた要因としては、以下の二つが大きい。一つは、クレジットカードによるリボルビング払いの普及にみられるように貸付利子を得ることに成功したこと、もう一つは、手間とコストのかかる小口取引を IT（情報技術）の活用により効率的に行えるようになったことである。

米国のサブプライムローン問題に端を発した金融危機は、消費者向け金融業と証券化を通じた世界的な資金取引が結び付くことにより世界中に波及した。その要因の一つは、より信用力の低い消費者に信用を供与するに際し、リスク回避手段として住宅を中心とした担保に過度に依存したことにある。つまり、金融機関が消費者に対する情報生産機能を十分に果たしえなかったのである。

金融危機以降、商業銀行に対する規制強化の動きが強まっている。自己資本規制が更に厳しくなる中、商業銀行はどの分野で収益を上げていくのであろうか。リテール業務の位置付けはどうなっていくのであろうか。消費者信用を中心とした米国商業銀行のリテール業務に着目しながら、現代の銀行業について再考したい。

銀行業の寡占化は金融政策にいかなる影響をもたらすか？

弘前大学　山本康裕

1990 年代初頭の不良債権問題をきっかけとして国内の銀行業は再編･統合され寡占化が進行してきた。また、海外に目を向けると 07 年に生じたアメリカの金融市場の混乱から日本と同様に金融システムの安定化のために金融機関の再編・統合が進行している。

本報告では、銀行貸出市場で寡占化が進行した場合に金融政策に如何なる影響が生じるかを考察する。例えば合併が進行した時に中央銀行が政策金利を引き下げた場合、より大きく貸出額が増大するなら､合併は金融政策の効果を増大させたと考え分析を進めてゆく。

銀行の競争度と金融政策の関係を産業組織論の観点から分析した先行研究に Frexias and Rochet(1997)がある。本報告では、その前提を①銀行は identical ではなく戦略代替的に行動する、②銀行には短期金融市場で流動性制約が有効な非優良行と有効ではない優良行が存在する、に変更し、また、Van Hoose(1985)に倣い③中央銀行の用いる政策手段は、政策金利、債券利子率、資金供給による数量政策の 3 通りあるものとする。④合併のパターンは､優良行同士､非優良行同士､優良行と非優良行の合併の 3 パターンが生じる。①から④を考慮して均衡の総貸出額を導出すると下記の結論が得られた。

(1) 銀行の合併が金融政策に及ぼす影響は、合併パターンと政策手段ごとに異なる。
(2) 優良行同士の合併は政策金利による金融政策の効果を低下させる。
(3) 優良行が非優良行対して救済型合併を行う時に、通常行われる中央銀行からの合併行に対する資金供給は銀行貸出の拡大に大きくは貢献しない。むしろ非合併行向けにマクロ的に資金供給を行う方が、より大きな銀行信用の限界的拡大をもたらす。
(4) （(3)と同様に）救済型合併が行われている状況で優良行の比重が大きければ、政策金利の引き下げも効果の高い金融政策手段である。

結論(1)から中央銀行は、銀行の合併が進行している時にはその合併パターンを分別して金融政策の手段を適切に選択する必要がある。結論(3)(4)から、救済型合併は価格的金融政策やマクロ的数量政策というオーソドックスな金融政策の効果を弱める事はないので、金融危機時に金融当局が合併を認可する事に弊害はない。しかし、(2)より優良行の合併までも認可してしまえば、政策金利による金融政策の効果が低下し、合併後の金融政策発動時に弊害を生じさせる。銀行の合併を認可する場合は、この観点を考慮するべきである。以上が本報告の含意である。

Robust Control and Asymmetries in Central Bank Forecasting

池田　太郎
久留米大学

要　　旨

基本的な New Keynesian モデルに対し、中央銀行の非対称な予測をロバスト制御問題として追加することが目的である。非対称な予測は政策の経済予測に対する不安を表し、その不安の度合いは非対称な選好としてモデルに反映される。非対称な選好の存在は、中央銀行の予測が合理的な水準と完全には一致しない場合を想定している。

分析の結果、経済予測における不安と不確実に対する頑健さへの欲求はともに、金融政策の不確実性回避的な反応を促すことが分かった。つまり、それらは cost-push shock に対する金融政策の反応を高めていた。さらに、金融政策の不確実性回避的な傾向が強くなればなるほど、社会厚生の喪失が大きくなることが分かった。

The Balance Sheet Channel of Monetary Policy: Evidence from the Panel Data of Japanese Manufacturing Firms

中央大学　増田　公一

本稿では金融政策の波及経路の１つであるバランスシート・チャネルの存在を 1971 年から 2006 年までの企業の財務データを用いて、実証的に解明することを試みている。本稿は 2010 年の金融学会春季大会で報告した分析手法を改善したものである。前回の報告では金融政策期における投資の正味資産に対する感応度をクロスセクション分析して、バランスシート・チャネルの存在を検証した。しかし、この分析では識別問題の処理については不十分であった。

そこで、本研究では他の要因と金融政策ショックを識別するためのダミー変数をつくり、これを投資関数に加えて、企業の投資行動が金融政策の影響をどの程度受けるかパネルデータ分析を行った。

本研究で得られた結果は、以下の 2 点に要約される。第１に、金融引締め政策期においては、規模の小さい企業ほど投資の負債に対する負の感応度が有意に強まった。この実証結果はバランスシート・チャネルの理論と整合的である。

第２に、量的金融緩和政策が施行された 2001 年から 2006 年において、比較的規模の小さい企業について投資の資産に対する正の感応度が有意に高まったことが確認された。これは量的金融緩和政策の効果がバランスシート・チャネルを通じて実体経済に波及した可能性を示唆するものである。

決済システム研究の新たな地平―存在論から認識論的分析へ―

社団法人ソーシャルサイエンスラボ　河野憲嗣

決済システムは多義性をもつ言葉である。先行研究をひも解くと、決済システムの認識方法については、構成要素でとらえるアプローチ、機能／プロセスの集合体としてみるアプローチ、決済制度と対比するアプローチ、決済方法の類型化によるアプローチ、運営主体に着目したアプローチが確認できる。これらのアプローチで認識された決済システムを一般システムの諸類型にしたがって分類したとき、決済方法の類型化によるアプローチだけが、決済システムを「集体としてのシステム」ではなく「関係としてのシステム」として認識していたと峻別できる。決済方法の類型化によるアプローチは決済システムが経済活動のニーズにあわせて合理的な形態へと変化する動的イメージを内包する点、また銀行間共同システムの役割を「仲介者の仲介者」と論じている点で画期的といってよい。

決済システムを対象とした研究成果は主に経済学や法学の分野でみられるが、経済インフラとしての決済システムの重要性に比して十分に蓄積されているとはいえない。実務の面でも、本邦の銀行業界で決済サービスの拡充が重要なテーマとなっている様子はうかがえない。こうした決済システムの実状の背景として、銀行の背後に隠れた存在である点、銀行間システムの運営主体が不在である点、実務優先の決済システムの現場、決済という領域のもつ学際的な特性、などが挙げられる。2001 年度にわが国で導入の是非が議論された後に導入の検討そのものが凍結されているチェック・トランケーションというプロジェクトに関する一連の経緯は、決済サービスにおけるイノベーションが遅滞する様を象徴する事例といえる。

決済システムを巡る従来の言説は総じて決済システムを単なる機能と捉えており、存在自体を無批判に受容してきた面がある。しかし銀行間決済システムの本質は銀行業務の付随機能ではなく、銀行から独立した法人として活動しうる経営主体としての存在価値にある。従来の決済システム研究が実在としての価値を前提として価値についての存在論的分析を行う立場だとすれば、新たな決済システムの構築を論じるためには、「主体とものとの関係性を問題とする立場から価値の認識論的分析によって事象をより良く説明する接近法」が必要であり、こうした研究の蓄積を通じて決済システムのイノベーションは大きく進展すると期待される。

以上

Financial system as a public good in an overlapping-generations economy

慶應義塾大学　塩澤修平

本稿では、価値貯蔵手段としての貨幣が存在する重複世代モデルにおいて、それと実物剤との交換に際して生じる取引費用を軽減するような、ストック財ならびに公共財的な性質をもつ金融システムを考察する。そうした経済におけるパレート効率的な定常配分の条件、いわゆる Samuelson 条件が導かれ、貨幣的定常競争均衡配分においては貨幣数量説的な状況が成立するが、パレート効率の条件とは両立し得ないことが示される。また、定常ではない状態での動学的な調整過程を考察し、安定条件を導出する。

John and Pecchenino[1994]は、重複世代経済における経済成長と環境保全との関係を、環境をストック財として定式化し、論じている。本稿では、金融システムを、各期における金融システムの水準が、前期の水準と金融システム維持のためにその期に投入された実物財の量によって決定されるような、ストック変数として定式化し、各消費者の負担する取引費用が、金融システムの水準に依存するという、公共財としての性質をもつものとして捉え、重複世代モデルの枠組みにおいて分析する。

第２節では、各期に複数の消費者、実物財、価値貯蔵手段としての貨幣およびストック変数としての金融システムが存在する、離散的な時間の重複世代経済が定義される。実物財は、消費されるか、金融システムの維持に用いられるか、あるいは貨幣との交換の際の取引費用として使われる。第３節ではパレート効率的な定常配分の条件が導かれる。すなわち、各消費者の若年期の消費と老年期の消費の限界代替率が１であること、そしてその限界代替率の各世代の総和が取引費用削減のある種の限界費用に等しくならなければならないことであり、最適な公共財供給のためのいわゆる Samuelson 条件に対応している。さらに、パレート効率性の条件を満たす金融システムの水準が、人口および金融システム供給の技術的なパラメターの関数として解かれることを示している。第４節では貨幣的競争均衡配分の条件が導かれ、パレート効率の条件とは両立し得ないことが示される。また、貨幣数量説的な状況が成立することが示される。第 5 節では、定常ではない状態での動学的調整過程を考察し、安定条件を導出する。各期の消費と金融システムの負担額は、前期の負担額に依存する。その関係から、金融システムの負担額について動学的経路が定式化され、定常均衡に収束するための条件が求められる。

均衡経路の動学的安定性に関するさらなる考察と、金融システムが取引費用の軽減だけではなく、リスクを負担するという役割についての考察は今後の課題としたい。

参考文献

John, A., Pecchenino, R., 1994, “An overlapping generations model of growth and the Environment”, *Economic Journal* 104, 1393–1410.

John, A., Pecchenino R., Schimmelpfenning, D., Schreft, S., 1995, “Short-lived agents and the long-lived environment”, *Journal of Public Economics* 58, 127–141.

〈中央銀行パネル〉

中央銀行政策と市場とのコミュニケーション

神戸大学　地主敏樹

中央銀行の実施する金融政策の有効性は、市場参加者の期待にどれだけ働きかけることができるかに依存している。秘密主義と訣別した「静かな革命」（Blinder）以降、中央銀行は、金融市場とのコミュニケーションに様々な工夫をこらしてきた。インフレ目標も、そのコミュニケーションの方法に大きな特徴がある。バブル崩壊後の景気後退・停滞期には、低金利の継続に関して、日本銀行のコミットメントを嚆矢として、カナダ銀行や米国連邦準備が継続期間を明示してみせたし、リクスバンクなどは政策金利の予想経路を提示してみせた。イングランド銀行は、量的緩和を導入することで、インフレ目標の実現が可能となることを、ファンチャートで訴えた。連邦準備も、長期予測を導入して低インフレ率の予測が強まることを回避しようとした。連邦準備と日本銀行は、長らく躊躇ってきたインフレ目標の導入にも踏み切った。また、より広い文脈で、金融システムの安定化にも関与して、流動性や長期資金の供給にコミットしたり、ストレステストを実施してその結果を発表してきた。さらに広い文脈では、中央銀行と行政府との関係という大きな枠組みに対する市場の評価も関係してくる。

本パネルでは、諸中央銀行の様々な工夫を紹介しながら、その効果についての評価を試みたい。

2012 年度日本金融学会秋季大会（9 月 15 日，北九州市立大学）
中央銀行パネル「中央銀行の市場とのコミュニケーション」

副題「中央銀行の独立性は担保されるか：日本銀行の場合」の報告要旨*

上智大学　竹田陽介　ニッセイ基礎研究所　矢嶋康次

政策効果は，現在の政策スタンスだけではなく，将来の政策に対する市場の期待に大きく依存するため，中央銀行の金融市場とのコミュニケーションは，市場の期待に適切に働きかけていく上で，きわめて重要である．中央銀行は，政策目標を示し，政策をシステマティックに発動し，目標を実行できる能力と実績を示し続けなければならない．それによって，言葉と行動が一致し，市場の中央銀行に対する信認（Credibility）がもたらされる．実際，日本銀行は 90 年後半以降，ゼロ金利の制約の下で，2000 年 10 月には『「経済・物価の将来展望とリスク評価」の公表』を開始し，2003 年 10 月には，①3 カ月毎の「中間評価」の公表，②月報の即日公表，③総裁記者会見の即日実施など多様な情報発信を，FRB や ECB に先んじて導入してきた．

本報告では，中央銀行の独立性の視点から，以下の三点について指摘したい．

1. 危機対応における政策目標の達成と中央銀行の独立性の相反について：　98 年以降，日本銀行は独立性を保障されたが，政府による損失補填がない点など，危機対応における追加的金融緩和を消極的にさせている可能性．
2. 「時間稼ぎ」の光明：　日本銀行の白川方明総裁は，「金融政策が達成できることには限界がある，時間稼ぎに過ぎない」と，金融政策に対する期待に対して消極的と受け止められる見解を繰り返し述べる一方，「世界経済の支援に必要な改革を実行しなければならない」と，財政の持続可能性・人口減少社会に向けた努力も強く訴えている．財政当局・政治との独立性を担保された日本銀行が，例えば「アコード」を通じた一時的な危機対応としての財政ファイナンスを時間稼ぎのために行なう可能性は残されているか．
3. Groupthink の功罪：　コミュニケーションの方式は，中央銀行の独立性の下での政策決定の過程に依存する（Ehrmann and Fratzscher, 2005, “Communication and decision-making by central bank committees - different strategies, same effectiveness?”, ECB WP, #488）．「ワンボイス」アプローチを採った Greenspan 前議長の強力なリーダーシップの下にあった FRB において，Bernanke 議長の Groupthink が消極的金融緩和をもたらしてきたとされる(Ball，2012，NBER WP，#17836)．日本銀行の場合，各審議委員は講演などを通じて日本銀行の公式見解を繰り返すが，自らの持論・モデルなどはほとんど開陳されず，審議委員の意見がどのように変化し，政策判断が推移してきたかは具体的に観察できないため，市場はせいぜい「タカ派」か「ハト派」の区別しか事前の情報を持ち合わせない．一旦政策変更が行われると，市場はマスコミ報道などを通じて唐突に受け止める．政策決定の過程の不透明性による不確実性がある．

---

* 本報告の一部は，竹田陽介・矢嶋康次「資産価格と金融政策の関係‐日本の非伝統的金融政策・米国の「グリーンスパン主義」からの示唆‐」（『ニッセイ基礎研レポート』2012 年 4 月 9 日）に依拠する．

欧州中央銀行の市場との対話
―ECB のコミュニケーション政策は効果があったのか？―

関西大学
高屋定美

中央銀行の金融政策の実効を上げる手段として、コミュニケーション政策は日米欧において定着しつつある。中央銀行によるコミュニケーションを通じて、将来の市場の期待に働きかけ、現在の金融政策効果を高める狙いがある。

本報告では欧州中央銀行のコミュニケーション政策のあり方を通じて、それが金融政策にどのように貢献できたのかを検証する予定である。Fed や BOJ のように ECB は理事会での議事録を公開しておらず、金融政策の決定過程は明らかではない。そのため総裁のリーダーシップ、専務理事、そして理事の実質的な役割を様々なチャンネルでの発言から想定し、それを市場は将来の政策決定の予測に利用している。この情報の不透明性を補うために様々なコミュニケーション方法を展開している。

ECB のコミュニケーションの方法としては、1） 定款において物価の安定（HICP2%の近辺）と二本の柱政策を明示、2） 将来のインフレ率や成長率などのユーロ圏経済の予想の公表、3)記者会見での金融政策決定の説明の質疑応答などがある。特に、ECB の政策決定のたたき台としての経済予測と、政策決定との整合性がとれているのかどうかは、ECB の金融政策の信認を維持するためには重要な視点といえ、その点を検証する必要がある。

特に本報告では、欧州危機以降の ECB のコミュニケーション政策の効果に焦点を当てる予定である。危機前にはオペを通じた政策金利の変更を主とする標準的金融政策手段が採用されていたが、危機以降、標準的政策手段とともに非標準的金融政策手段を採用した。後者の手段も市場へのアナウンスを通じたコミュニケーション政策が、その効果を高めるのには重要な役割を果たしていると考える。

非伝統的金融政策下における FRB の市場とのコミュニケーション

大阪府立大学　立花実

2008 年秋のリーマン・ショック以降、FRB は信用緩和や量的緩和などの非伝統的金融政策を採用するとともに、市場との新たなコミュニケーション・ツールも相次ぎ導入した。具体的には、(1) 声明の中でゼロ金利の継続期間を明示（時間軸政策）、(2) FOMC メンバーによる経済・物価・政策金利の将来予測値を FOMC 直後に公表、(3) FOMC 後の記者会見を開始、(4) インフレ率の長期的な目標値を 2%と設定し公表（IT）の 4 点が挙げられる。本報告ではこれら新たに導入されたコミュニケーション・ツールの効果について検討する。

リーマン・ショック後まだ 4 年しか経過していないためサンプル数に限りがあり、かつこの短期間の間に金融政策だけを見ても様々な種類の政策が発動されたため、現時点では計量経済学に基づく厳密な実証分析は困難である。そのような分析上の限界を認識した上で、上記の (1) 時間軸政策と (4) IT 導入の効果に関してはデータを用いて簡単な分析を行った。時間軸効果についてはケース・スタディーではあるが 2011 年 8 月の「少なくとも 2013 年半ばまでゼロ金利を継続する」という声明がイールド・カーブを押し下げたことを示す。また、IT 導入により米国が受ける便益について、金利が正の時とゼロの時に分けて検討した。金利が正の時に受ける便益は、政策反応、実際のインフレ率、期待インフレ率のいずれの観点からも限定的であることを示す。一方、金利がゼロの時には、IT が期待インフレを安定させ非伝統的金融政策（特に QE）の副作用を軽減するという意味で効果を発揮するかもしれない点を指摘する。

〈国際金融パネル〉

日中金融協力と国際システム

明治大学　　勝　悦子

2008 年９月のリーマンショック後国際システムは大きく揺らいだが、現在は欧州ソブリン危機で国際金融システムの不安定性が増している。ギリシャ再選挙後、2012 年６月末の EU 首脳理事会で 2013 年から欧州安定メカニズム（ESM）から銀行に直接資本注入できることで合意した。これにより、スペインなどの金融機関救済については、それら諸国の財政を悪化させるという負の連鎖を一時的に断ち切ることが可能となった。しかし、欧州の銀行システムは依然として不安定のままである。

本パネルでは、このような国際金融システム不安定性のもとでの日中金融協力のあり方に焦点を当てる。日本と中国は、世界貿易額では、世界第１位と４位、外貨準備高は１位と２位を占めており、その国際システム安定化への貢献に注目が集まっている。かかる状況で 2011 年 12 月 25 日の日中首脳会談では「日中金融協力」で合意に達し、また本年に入ってからは国債の相互持ち合い、東京市場での人民元・円直接取引、チェンマイイニシアティブの強化など、さらなる日中金融協力が進んでいる。これらは、日本円の国際化、人民元の国際化とも大きく関わるものである。

本パネルでは、こうした日中金融協力の意味するもの、国際金融システムにおける日中金融協力のあり方、人民元の国際化などについて幅広く議論する。とりわけ、中国の人民元の国際化については、香港市場での取引量が急激に増大しており、オフショアでの国際化が急速に進んでいる。アジア域内でも人民元を軸としたダイナミックな決済システムの深化が進んでおり、国際通貨システムの観点からはドルからの離脱も可能性として完全には否定しえない。

本パネルは、通貨当局者、実務家、アカデミズムの観点から、日中協力と国際システムについて、幅広く議論を深めることを目的とする。

人民元の国際化と日中金融協力

財務省国際局開発政策課長　　栗原　毅

本報告は、当局の観点から、人民元の国際化と日中金融協力の意味について、検討を行うものである。まず日本の経常取引・資本取引の自由化との対比、および現在の中国のマクロ経済政策の枠組みと関連づけながら、人民元の国際化の現状について検討する。

続いて、2010 年の周中国人民銀行総裁の論文、2012年2月の中国人民銀行調査統計局の報告書などを基に、最近の中国当局の考え方を整理した上で、昨年12 月25 日の日中首脳会談で合意された「日中両国の金融市場の発展に向けた相互協力の強化」について、その概要、および現在に至るまでの進展状況について分析する。同時に、アジア地域でのASEAN＋３地域金融協力についての検討も行う。

円・人民元直接交換市場とアジアの国際通貨決済システム

信金中央金庫　　露口洋介

本年６月１日、東京と上海で円・人民元直接交換取引が開始された。これは、昨年 12 月に野田首相と温家宝首相の間で合意された「日中両国の金融市場の発展に向けた相互協力の強化」に従って、日中両国で実施されたものである。従来は円と人民元を銀行間市場において取引する場合は、円と米ドル、米ドルと人民元の２つの売買に分けて行うことが一般的だったが、これに替わって円と人民元を直接売買する取引が始まったわけである。従来このような方法がとられたのは、円と人民元の売買ニーズが少なく、同時、同量の逆の取引を希望する相手方を見つけるのが困難と考えられていたためである。しかし、日中間の貿易取引は急速に拡大しており、円・人民元の直接交換ニーズも増大している。これによって、米ドルを介して取引を行うことによるコストの低減と、ニューヨークで決済が行われることに伴う決済リスク、地政学的リスクを抑制することが可能となる。

今回の合意では、日中間の貿易取引などクロスボーダー取引を米ドル建てでなく、円、人民元建てで行うことも提唱されている。円・人民元建て取引の増加は銀行間市場の円・人民元直接交換の増加につながり、それによってもたらされるスプレッドの低下がさらに円・人民元建て取引の増加を生むという好循環が期待できる。

このような考え方はアジア諸国でも共有されており、アジア域内でダイナミックな決済システム間の連携が行われている。

まず、香港では 2000 年にオフショア米ドル決済システムを構築している。マレーシアとインドネシアはそれぞれ 2006 年、2010 年に自国通貨の決済システムをこの香港米ドル決済システムとリンクし、自国通貨と米ドルの間の同時決済（PvP)を実施しており、ニューヨークでの決済に伴う時差リスクの抑制を図っている。

さらに、マレーシア、シンガポール、インドネシア、タイの 4 カ国は 2005 年から 2006 年にかけて ATM システムを 2 国間同士でそれぞれリンクした。その後、2008 年にフィリピン、2010 年に韓国、2011 年にベトナムの ATM システムが参加し、現在 7 カ国の ATM システムがリンクされている。タイの旅行者はマレーシアの ATM でタイの銀行のキャッシュカードでリンギットを引き出し、タイの銀行の口座からバーツが引き落とされる。この間の為替の交換は通常の米ドルを介する方法ではなく、自国通貨同士の直接交換で行うことと定められている。

円・人民元直接交換が定着すれば、アジア諸国の過度の米ドル依存からの脱却の動きとも呼応して、円と現地通貨の直接交換、さらに円建て取引の拡大が展望できよう。

人民元「国際化」と香港金融市場

京都女子大学　　鳥谷一生

2008年秋アメリカ発世界金融危機を契機に、中国の人民元「国際化」に向けた政策が大きく進んでいる。もっとも、当初は取引地点・取引相手国を限定し、決済勘定を香港所在銀行に置きつつ、輸入についてのみ人民元建決済を認めるという一方通行的なものであった。その後人民元建輸入取引は全面自由化され、本年6月には遂に人民元建輸出も解禁されて、人民元建貿易取引が本格することになった。また最近では日中間で相互に相手国通貨を外貨準備に組み入れた上で、7月以降日本円と人民元の直接取引が開始された。

本報告では、人民元建輸入決済勘定の受入先となり、いわゆる点心債(人民元建債券)の発行流通市場となった香港金融市場の役割に着目して、次の三点から人民元「国際化」の意義について考えてみたい。

第一に、人民元建決済勘定の受入先となった香港銀行システムと大陸内銀行決済システムとの関係である。輸入取引の人民元建化によって輸出代金を受け取るようになった非居住者であるが、これを決済勘定の預託先である香港側銀行経由で対中国輸入取引（＝中国の輸出取引）決済に利用することはできなかった。したがって、香港側銀行に移された人民元は、その分だけ大陸内銀行システムから外され塩漬けされたに等しいものであった。

第二に、人民元の対米ドル先高という投機的要因も加わって、香港ドル経由で香港銀行システムには巨額の人民元残高が形成されるようになり、その運用先として点心債、次いで人民元建株式発行が始まった。しかし、オフショア市場が「内－外遮断」を原則とする以上、一旦大陸内銀行システムから流出し香港内銀行システムに形成された人民元建預金が大陸内に還流してはならないし、証券発行の許認可は中国証券監督管理委員会にある。したがって、証券発行による人民元建手取金が、非居住者の自由利用－例えば投機的な人民元売－に任される訳がなく、原則当局の管理下大陸内に還流している。最近ロンドンで始まったという人民元建債券市場の意義も、こうした為替管理の観点から理解されるべきであり、この点からみれば、通貨発行国の規制から外れた従来のオフショア市場取引のイメージとは全く異なる実態を浮かび上がってこよう。

第三に、しかし人民元為替相場変動幅拡大と最近解禁された人民元建輸出取引によって、香港の人民元建預金残高も頭打ちの兆しが見える。しかも今後人民元建貿易決済残高が上海金融市場所在銀行に形成されるとなれば、香港の人民元建オフショア市場に大きな影響を与えるばかりか、長期的には「一国二幣制（One Country, Two Currencies)」下の香港通貨制度の存立根拠をも問うものとなろう。

Global Retail Banking in Emerging Markets
Developments in Brazil & Beyond

九州大学大学院生
Dustin J. Brewer

Rising incomes and large populations in emerging markets are building increased global demand for retail banking services. How financial institutions respond will be an important area of research for years to come. This paper analyzes the overall retail banking developments in an emerging market, and, further focuses on the role international retail banking activities hold for banks operating on a global level. The emerging market examined here is Brazil, a large, fast growing economy, with high potential for banking sector growth. Indeed, in comparison to other BRIC countries, Brazil has received considerable attention from global banking institutions.

Previous literature appears reluctant to accept that retail banking can be a successful business segment within global banking. This study seriously questions that notion, and seeks to demonstrate whether global retail banking operations can be successful. Thus, the main purpose of this paper is to uncover i) the role played by global banks within retail banking developments in Brazil and ii) the role emerging markets hold for global banks. Drawing from this analysis, the author arrives at a new theory on international financial interconnectivity as it relates to global retail banking.

This research provides three essential factors that have drastically altered retail financial services in Brazil. First, in comparison to the 1990s, Brazil was able to successfully stabilize macroeconomic conditions over the 2000s. Second, retail banking became an important source of income. Third, global banks influenced domestic banks to place more emphasis on their retail segments. Therefore, global banks can indeed play a vital role in emerging market retail banking developments, and further, they can be successful in generating income in those markets. Perhaps most importantly, this study shows that more than simply being capable of success, retail banking is now the most important business segment for some global banks. At the same time, though, this paper suggests caution is necessary because higher nonperforming loans and debt-to-income ratios may lead to financial instability.

We theorize the nature of global retail banking as transitioning like a seesaw. Sitting on either end of the same beam, developed countries and emerging markets are interconnected via their common connection to global banks. But since retail is a main business segment, global banks constantly seek opportunities where individual income growth is strongest. Therefore, when home market incomes stagnate; incentive to shift focus towards emerging markets grows, elevating that side of the seesaw, and lowering the home market side. Credit expands in the emerging market, while stagnates in the home market. In this way, global retail banking is contributing to a *decoupling of credit cycle momentum*. The central conclusion of this paper states the degree to which home and emerging market credit cycle decoupling develops depends on two factors. First, increased severity in home market income contraction strengthens global bank incentive to focus on emerging markets. Second, global banks' geographical diversity is immensely important in determining which emerging markets experience increased focus from global banks. Both of these factors led all three global banks observed in this paper to increase their focus on emerging markets, and, on Brazil. For one bank in particular though, the focus on Brazil increased much quicker because its home market saw deep income contraction, and because the bank was not as geographically diversified as the other two global banks.

東南アジア主要銀行の経営効率の変化と外資系銀行の特徴

奥田英信[1]（一橋大学）
竹康至（一橋大学大学院）

要旨

新興経済市場の銀行市場は、各国の銀行市場の自由化と対外開放が進み、2000年代以降大きな変化を遂げつつある。更に近年の特徴として、金融部門の対外開放を背景として、多国籍銀行の進出が各地域で活発に見られるようになっている。多国籍銀行の進出は、新興市場地域の銀行部門に大きな変化を与えている。東南アジア諸国は従来多国籍銀行の進出が遅れていたが、アジア危機後の経済・金融改革によって、各国でそのプレゼンスが大幅に増してきている。今後もFTAあるいはTPP交渉を通じて一層の進出が進むものと予想されている。受入国銀行部門の効率を改善し長期的な経済発展にも好影響をもたらすものとして期待されている。

本稿では、2000年代中期以降の東南アジア諸国の主要銀行の経営変化について、ミクロデータを利用したDEA(Data Envelopment Analysis)を行う。分析対象はインドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、台湾、タイ、ベトナムの7カ国の主要銀行で、2004-2010年期のBankscopeデータベースを使用する。第2節では各国の主要銀行について経営指標を使った比較検討を行い、第3節と第4節ではDEAを利用して各国銀行の効率性および技術変化、外資系銀行と地場銀行の違いを計測した。第5節では、本稿で明らかになった東南アジア諸国の2000年代の銀行経営の特徴について若干の考察を試みた。

本稿の計測結果によれば、アジア諸国の銀行は国毎に経営形態が多様であるが、概して経営効率は優良であり、リーマンショック後の経営環境の下でも頑健な経営を維持してきた。外資系銀行の経営については、外資系に共通の経営特性があるというより個別行の経営方針に依存する部分が大きいが、新市場に参入して時間が経つに連れて総要素生産性が次第に改善して行く傾向が観察された。

[1] E-mail: okuda@econ.hit-u.ac.jp

日系現地法人の資金調達環境と具体的資金調達スキームの分類

日本政策金融公庫　海上 泰生

アジア新興国の活発な成長と日本国内市場の縮小を背景に、中小企業を含めた我が国企業は、アジア新興国への進出を加速させている。こうした企業が現地で安定的かつ継続的に事業展開を進めるためには、円滑な資金調達が欠かせない。しかしながら、アジア新興国においては、現地独特の金融規制や商慣行、外資系企業や外貨建て資金に対する規制が存在するうえ、日系現地法人の信用力不足により、思うような資金調達ができていない。

本稿では、そのような現状を踏まえ、我が国企業の海外進出拠点である現地法人がどのような資金調達環境にあるのか、また、そうした環境下において実際にどのような資金調達方法を模索しているのか、という点を明らかにするため、主に中国に展開中の日系現地法人及び邦銀現地拠点に対して行ったインタビュー調査結果を用いて論述していく。

まずは、問題意識と研究方法を示した後、第 3 節において、アジア諸国の金融・資本市場の急速な拡大、中でも中国の海外展開先としての重要性、その中国における金融規制の背景について、アジア及び中国の金融市場に係る国別統計を示しながら述べていく。第 4 節においては、特に中国の金融規制の現状と資金調達環境について一段と踏み込み、文献調査とインタビュー調査結果を交えて整理する。特に、注目すべきは、金融機関側（資金供給サイド）に係る規制として、①総量規制、②預貸率の規制、③外貨規制などが厳しくなりつつある点を指摘している。一方、企業側（資金調達サイド）に係る規制としては、①登録資本と“投注差”、②設備導入に係る税制と“発票”について述べ、こうした中国独特の制度への対応も考察する。そして、第 5 節において、前述したインタビュー調査結果を基にして、実際に、日系現地法人の選択肢となり得る具体的な資金調達スキームを 6 種類に分類し、それぞれの仕組みと特徴を整理する。具体的には、①親会社から子会社（現地法人）への親子ローンスキーム、②邦銀現地拠点からの直接融資スキーム、③現地の地場金融機関からの邦銀保証付き融資スキーム（スタンドバイ L／C 方式）、④親会社からの資金供給による増資スキーム、⑤リースバックによる資金調達スキーム、⑥商社経由取引による資金繰り改善策、の 6 つを挙げている。なかでも、地場金融機関からの邦銀保証付き融資スキーム（スダンドバイ L/C 方式）については、現地拠点を持たない日本国内地方銀行等も利用できるとともに、現地の地場金融機関の資金供給能力を活かせるうえ、邦銀拠点ではまずあり得ない現地資産を担保として認める動きも出てきている。従って、日本国内にも現地にもプレーヤーが広がる大きな余地があり、今後、最も有望なスキームの一つであると指摘した。

自己資本比率規制の改正とグローバル経済への影響

広島修道大学　中井教雄

本稿は、バーゼルⅢ・BIS 規制から新たに導入されるカウンターシクリカル資本バッファー（以下 CCB）による 2 国間の信用市場および実物市場への影響について理論分析を行う。この理論分析により、CCB の導入が、自国における自己資本比率規制のプロシクリカリティ問題を緩和させる一方で、ある条件下においては、各国の信用市場および実物市場の変動を拡大させる可能性があることを明らかにする。

本稿の主な結論は、以下の通りである。第 1 に、バーゼルⅡ・BIS 規制下において、自己資本比率規制のプロシクリカリティ問題により、景気拡大（後退）期に貸出利子率が低下（上昇）するフィナンシャル・アクセラレータ効果（以下 FA 効果）が発生するため、経済のボラティリティが拡大する。それに対し、バーゼルⅢ・BIS 規制から導入される CCB により、景気循環のような通常の経済変動において、その振幅を抑制することができる。

第 2 に、CCB には限度があり、景気後退期（特に経済・金融危機期）において CCB が枯渇すると、金融緩和政策の有効性が低下する。その結果、各国の中央銀行は、景気回復のためにより大規模な金融緩和政策を行う必要があるが、この政策により他国の純輸出が減少するため、逆説的に各国の経済が連動して収縮する。すなわち、CCB は、景気拡大期において、経済変動を抑制して各国の経済連動性を低減させることが可能であるのに対し、景気後退期において、経済変動の抑制および経済連動性の低減には限界がある。

最後に、第 2 の結果を踏まえると、通常の景気後退期においても、中央銀行には、危機期における CCB の枯渇を未然に回避するインセンティブが働くため、大規模な金融緩和政策を行う可能性がある。この政策が実際に行われると、外国においても大規模な金融緩和政策が実施されることにより、両国で FA 効果が発生する。その結果、自国で生じた景気後退は、両国の大規模な金融緩和政策および FA 効果を介して増幅される。したがって、本来、各市場間のプロシクリカリティ問題を低減させるために導入された CCB は、むしろ各国の信用市場の変動を増幅させ、グローバル経済の連動性を高めることにより、各国の実物市場の変動も拡大させる恐れがある。

上記の結果は、CCB の設定の際に各国の中央銀行による協調した政策が必要であることを示唆しており、同時に、中央銀行が金融政策と CCB 規制政策を兼務することの問題点を指摘している。

小国開放経済におけるマクロプルーデンスと金融政策

名古屋大学（特別研究員）高久 賢也
神戸大学　北野 重人

概要

本稿は小国開放経済における金融政策とマクロプルーデンス政策の関係を検討する。価格の硬直性とファイナンシャル・フリクションの両方が存在する小国開放経済の確率的動学一般均衡(DSGE)モデルを用いて、標準的なテイラー・タイプの利子率ルールと、それに加えて対外債務レベルについても同時に考慮するという利子率ルールの両ケースについて厚生の比較分析を行う。

分析の結果、対外借入のフリクションが比較的小さい場合は、テイラー・ルールに対外債務レベルを入れることは、厚生の悪化を招くことが明らかとなった。一方、対外借入時に生じるファイナンシャル・フリクションが比較的大きい場合には、対外債務の変動に対してより積極的に名目金利をコントロールすることで、厚生が改善する可能性があることが示された。また、この場合、政策当局によるマクロプルーデンス政策のスタンスが大きくなりすぎると、次第に厚生が悪化し、厚生の大きさを表す曲線が逆U字型になることも確認された。

こうしたファイナンシャル・フリクションの大きい新興市場国を考慮した本稿の分析結果は、小国開放経済における金融政策とマクロプルーデンス政策の関係を分析した先行研究の、価格の硬直性のみを考慮する方が望ましいという結論と対照的なものである。

キーワード：小国開放経済，金融政策，マクロプルーデンス，確率的動学一般均衡(DSGE)モデル，　厚生分析

Analyses of Public Investment Shock in Japan:

Factor Augmented Vector Autoregressive Approach[1]

Takao Fujii
Kobe University
fujii@econ.kobe-u.ac.jp

Kazuki Hiraga
Keio University
kazukihiraga7041@gmail.com

Masafumi Kozuka
University of Marketing and Department Science
Masafumi_Kozuka@red.umds.ac.jp

May 30, 2012

Abstract

We investigate the effect of public investment shock to private consumption, real wage and real effective exchange rate using Factor Augmented Vector Autoregressive (FAVAR) model, which is data rich environment. We obtain the result: although the response of private consumption is still positive similar to previous literatures of Structural VAR analysis about fiscal policy, real effective exchange rate appreciates. These results show that one of "Fiscal policy puzzle" is resolved and we can explain these responses to use the New Open Economy Macroeconomics (NOEM) model with Rule of Thumb (ROT) consumers.

JEL: classification: E62, H32, H54.
Key words: Factor Augmented Vector Autoregressive (FAVAR) model, Fiscal policy puzzle, New Open Economy Macroeconomics (NOEM) model

[1] We would like to thank Etsuro Shioji for valuable comments.

緊急信用保証制度の倒産防止効果―特別信用保証制度と比較して―

同志社大学大学院　内木栄莉子

2008年9月のリーマン・ショックを契機として世界同時不況が進行する中、政府は中小企業の資金繰りの円滑化および経営の安定化を目的として、様々な中小企業支援策を講じた。そうした支援策の一つとして、緊急信用保証制度が2008年10月から2011年3月末まで実施された。この緊急信用保証制度は、1997年の金融危機に伴って生じた銀行による貸し渋りへの対応を狙いとして1998年10月から2001年3月まで実施された特別信用保証制度を範として導入されたものである。

特別信用保証制度の中小企業経営の安定化効果あるいは倒産抑制効果に関しては多数の研究成果が報告され、現在までの所、特別保証の利用拡大は中小企業向け貸出の拡大を媒介として倒産率を引き下げたが、その効果は一時的なものにとどまったという見方が支持されている。また、緊急保証制度についてもいくつか研究成果が報告され、メインバンクが制度を悪用するようなモラルハザードが起こっていたと結論づけられることが多い。

本報告は、こうした先行研究成果を踏まえて緊急信用保証制度および特別信用保証制度のそれぞれが企業倒産に与えた影響を実証的に比較・検討することにより、緊急信用保証制度の倒産防止効果を検証することを目的とする。両制度が実施されていた時期を含む1994年度から2009年度を推定期間とし、都道府県別パネルデータを使用して分析した。

その結果、特別信用保証制度に関しては、特別保証制度と通常の一般保証制度の両方による効果が、企業倒産に対してマイナスの影響を与えていたことが分かった。それに対して、緊急信用保証制度に関しては、緊急保証制度と一般保証制度の両方による効果と企業倒産との間には有意な関係は見られなかった。つまり、緊急信用保証制度が実施された期間については、通常の信用保証制度も含めて信用保証制度全体として中小企業の倒産を防止・抑制する働きがあったことは統計的に確認されなかった。報告では、この相異なる推計結果についての解釈を信用保証制度の実際との関係で提示したい。

＜参考文献＞

竹澤康子・松浦克己・堀雅博、「中小企業金融円滑化策と倒産・代位弁済の相互関係－2 変量固定効果モデルによる都道府県別パネル分析－」、『経済分析』176 号、内閣府社会総合研究所、2005 年。

Ono Arito, Uesugi Iichiro, and Yasuda Yukihiro (2011) “Are Lending Relationships Beneficial or Harmful for Public Credit Guarantees? Evidence from Japan’s Emergency Credit Guarantee　Program”, RIETI Discussion Paper Series 11-E-035, The Research Institute of Economy, Trade and Industry.

投資家の意見のばらつきが
取引量とボラティリティーに与える影響

慶應義塾大学大学院生　池田　直史

多くの研究で、投資家の意見のばらつきが増加するほど、取引量やボラティリティーが増加することが理論的に示されている。この理論の予測の通り、投資家の意見のばらつきが取引量やボラティリティーに正の影響を与えるのかどうかを検証するためには、投資家の意見分散度を計測する必要がある。しかし、一般に投資家の意見のばらつきは観察できないため、投資家の意見分散度を計測することは難しい。このことから、この理論的な帰結を論拠に、売買回転率やボラティリティーをそのまま意見分散度の代理指標とする研究も存在している。また、投資家の意見分散度の代理指標としてアナリストの利益予想のばらつき度合いを採用する研究が多く存在するが、アナリストは一般の投資家よりも情報を多く持つと考えられ、必ずしも市場に参加する一般投資家を代表しているとはいえないであろう。

これに対して、日本の部分入札方式の IPO は、投資家の意見分散度を推定できるユニークなデータを提供する。本稿では、IPO 時に行われる入札結果から一般投資家の意見分散度を推定し、その指標を用いて上述した理論的な帰結の妥当性を検証する。

本稿は 2 つの部分で構成される。まず、前半部分では、投資家の意見のばらつきが取引量とボラティリティーに正の影響を与えることを理論的に示した Banerjee and Kremer (2010)に若干の拡張を加えたモデルを展開する。Banerjee and Kremer (2010)は、投資家の意見のばらつきを導入しているにもかかわらず、実質的に投資家が 2 人しか存在しない状況を想定している。これは現実的な想定とはいえないであろう。また、Banerjee and Kremer (2010)は、投資家の意見分散度がボラティリティーに正の影響を与えることを示しているが、この結果は投資家の人数が 2 人(有限) であることに依存している。そこで、本稿では、このモデルを投資家が無数に存在する状況に拡張する。そして、この拡張を加えたモデルであっても、投資家の意見分散度が取引量とボラティリティーに正の影響を与えることを理論的に示す。次に、後半部分では、IPO の入札情報から投資家の意見分散度を推定し、推定された指標を用いてモデルの妥当性を検証する。

検証の結果は、モデルの帰結と整合的なものであった。この結果は、IPO 固有の要因が影響している可能性はあるものの、投資家の意見分散度が取引量とボラティリティーに正の影響を与えることを直接的に示したものであるといえる。

資産の空売り規制と価格変動

岡山商科大学　小嶋　寿史

＜報告要旨＞

資産価格がファンダメンタルズから乖離することがしばしば観察され，近年は空売りを政策として禁止する動きが世界的な広がりを見せている．しかし，空売り規制が資産価格変動に与える効果を直接的に検証する理論研究は少ない．本稿は価格支配力を持つ投資家と価格受容的な投資家が混在する資産市場を想定し，空売り規制の導入が価格変動に与える影響を検証する．

規制の導入が主体に予期されているか否かによって結果は異なる．(1) 空売り規制の導入が投資家に予期されていない場合，規制の導入は資産価格の変動を激化させる．(2) 空売り規制の導入が投資家に予期されている場合，予期されていない場合と比べて価格変動は概ね穏やかになる．とりわけ，空売り規制が導入されていない場合と比べても，価格変動が抑制されることがありうる．空売り規制は，資産価格変動を抑制することを意図して導入されることが多い．しかし，それが投資家に予期されていないならば，空売り規制の導入は目的を達成しない．一方，それが投資家に予期されているならば，空売り規制の導入が当初の目的を達成することがありうる．

金融教育が家計の金融資産選択に及ぼす影響
― 投資家タイプ別にみた教育効果測定の試み ―

県立広島大学　村上　恵子
京都産業大学　西村　佳子

一般に教育の効果に関しては、効果が表れるまでには長い年月を要することが多く、何をもって効果があったと言えるのか判断するのが容易ではないことから、その測定・分析は困難であると言われている。このことは、金融教育においても例外ではない。一方で、金融教育の効果を測定・分析して金融教育の実施者にフィードバックする必要性は非常に高い。その理由の１つに、米国にならって、2001年に我が国で導入された確定拠出年金制度がある。投資理論で想定される投資家は、情報を入手しそれを理解して投資判断を行う合理的な投資家である。自ら金融市場に参加し、資産選択を行う投資家やその投資家全体に関して論じるのであれば､合理的な投資家像から大きく離れることはないかもしれない。しかし、確定拠出年金の運用で自立を求められる人々の中には、MacFarland et al.(2004)で示されるように、全く金融資産に興味が無い者や、様々な情報を提供されてもそれを理解するために労力を使いたくない者、現在の消費からは高い効用が得られるが将来のそれからは得られない者など、多様な特性や投資態度を持つ者が存在する。

そこで、本稿では、継続的な金融教育が家計の金融資産選択行動に及ぼす影響を投資態度別に分析することを目的とする。何をもって金融教育の効果を見るかについては共通した見解がないため、本稿では選択された金融資産の数、リスク資産への資金配分率、効率的フロンティアからの距離の3つの指標で教育効果を測定する。分析に用いるデータは、金融初学者50名を対象に実施した教育プログラムから得たものである。データ数が少なく、サンプルが偏っていることは早急に解決すべき課題であるが、プログラム参加者は計画性と時間選好に関する指標とリスク選好に関する指標で区分される4タイプに分類され､計画性がありリスクを受容する者は継続的な教育により上述の3つの値を継続的に変化させるが、リスクを嫌悪する者やリスクを受容できても計画性のない者においてはこれらの値の継続的な変化は見られないことが示された。

引用文献

MacFarland,D. M., C. D. Marconi and S. P. Utkus(2004), "Money Attitudes and Retirement Plan Design: One Size Does Not Fit All", *Pension Design and Structure, New Lessons from Behavioral Finance*, Oxford Univ Pr.

リスク認知と生活保障としての金融商品の需要形成プロセス
～生活リスクへの対応は生命保険、損害保険、預貯金、有価証券で異なるか～

公益財団法人 生命保険文化センター　林　晋

要旨

家庭のリスク対策として、保険は合目的的な手段として最適であるが、実際には多目的に適応できる手段である預貯金で対応する傾向がある。

家計における保険需要の形成プロセスについては、水島が、保険に対する需要の出発点はリスクの認知に求められるが、同時に合理的な判断のもとで保障手段を的確に選択しているわけではないことを指摘している。さらに保険需要形成プロセスにおける論理的、合理的、体系的思考に対する行動の脆弱性から、実際の保険需要がかならずしも論理的にリスク認知から形成されるとは限らないことを示唆している。

保険はリスク保障手段であるが金融商品でもある。そこで同じ金融商品である預貯金や有価証券などをリスク保障手段として位置づけ、水島の示唆をリスク保障手段としての金融商品に拡張してみると、「リスク保障としての金融商品に対する需要の出発点はリスクの認知に求められる。」と同時に、「実際の金融商品に対する需要形成がかならずしも論理的にリスク認知から形成されるとは限らない。」となる。

マーケティングの分野では、一般に需要はニーズを出発点として説明され、「ニーズ⇒欲求⇒需要」のプロセスで形成されるとされている。これに水島の考えを重ね合わせ、リスク保障手段としての需要に読み替えると、「リスク認知⇒リスク保障欲求⇒金融商品の需要」でリスク保障手段としての金融商品の需要が形成されることになる。

この仮説を検証するために、死亡保障、老後保障、医療保障、介護保障の４つの領域に分けて、リスク保障手段としての金融商品（生命保険、損害保険、預貯金、有価証券）に対し、リスク認知を出発点とする需要形成のプロセスをパス解析により推計した。

その結果、リスク保障手段としての金融商品の需要は、保障領域と金融商品の種類の組み合わせにより、リスク認知から論理的に需要が形成されているタイプ、リスク認知から論理的ではないが需要が形成されているタイプ、リスク認知から需要が形成されていないタイプなど、６つのタイプの存在が明らかとなった。

特徴的な結果は次のとおり。

①医療保障領域で、リスク認知からリスク保障欲求へのパスは繋がるが、そこから４つの金融商品ともに需要へのパスがつながらない。

②有価証券は４つの保障領域ともに、リスク認知からリスク保障欲求へのパスは繋がるが、そこから需要へのパスがつながらない。

相続による地域別家計金融資産への影響

野村資本市場研究所　宮本佐知子

人口減少と少子高齢化が進展する中で、わが国の家計資産は大きな転換期を迎えている。本稿では、特に相続を通じた資産移転に焦点を当て、地域別の家計金融資産への影響を検討することを目的とする。わが国では家計資産は高齢世代に偏在する一方、過去の人口移動を反映し異なる地域に居住する親子も多いことから、相続を通じた資産移転の影響は地域によって異なると考えられるからである。

今後予想される、相続による家計金融資産への影響を推計したところ、家計金融資産の大都市圏への集中が一層進むとの結果が得られた。金融機関が今後の戦略を立てる上では、このような家計金融資産の変化を考慮に入れることも大切になるのではないか。

＜特別講演＞

中国の台頭と日本

野村資本市場研究所　関　志雄

中国は、1978 年にほぼ鎖国の状態から改革開放路線に転換した。それ以来、貿易の自由化と直接投資の受け入れを通じて世界経済との一体化が進んでおり、2001 年の世界貿易機関（WTO）加盟を経て、そのペースは一段と加速している。2009 年に中国は、ドイツを抜いて世界第 1 位の輸出大国と第 2 位の輸入大国となった。これを背景に、日米をはじめとする主要国にとって、中国は輸入先としてだけでなく、輸出先としての重要性も増している。

WTO 加盟を果たした 2001 年頃から、中国は「世界の工場」と呼ばれるようになり、工業の中心も従来の繊維をはじめとする軽工業から重工業に移ってきている。特に、鉄鋼と自動車の生産はすでに世界一の規模となっている。近年、労働力が過剰から不足に変わってきていることに伴う賃金上昇や、「元高」、世界的経済危機などの影響を受けて、労働集約型産業は深刻な不況に陥っており、産業空洞化を懸念する声が内外から上がっている。しかし、重工業の急成長を合わせて考えれば、これは「産業の空洞化」ではなく、「産業の高度化」に伴う陣痛としてとらえるべきである。

中国は、改革開放をテコに、これまで 30 年あまりにわたって年率 10%に近い高成長を続けてきた。中国の国内総生産（GDP）規模は 2010 年に日本を超え、米国に次ぐ世界第二位となった。それでも、中国が日本の 10 倍の人口を擁することを考えれば、一人当たり GDP ではまだ日本の 1 割程度にすぎず、現在の中国の発展段階はほぼ 40 年前の日本と同じである。このことは、中国国民の生活水準がまだ途上国の域を出ていないことを意味するが、その一方で、後発性のメリットを活かせれば、中国が先進国より高い成長率を維持しうることも示唆している。人民元がドルに対して今後も上昇傾向にあると予想されることも加わり、中国の GDP 規模が 2020 年頃に国を抜いて世界一になる可能性は高まっている。

中国の台頭を背景に、2009 年に日本の対中輸出は、戦後初めて対米を上回るようになった。中国の活力をいかに活かすかは、日本企業にとって、重要な課題となってきている。日中両国の発展段階における差は依然として大きいことを反映して、両国の関係は補完的である。両国の比較優位を最大限に発揮させるために、自由貿易協定（FTA）を締結することを通じて、関税など、貿易の妨げとなる要因を除去しなければならない。日本で生産しても、自由に中国向けに輸出できるようになれば、自動車をはじめとする日本の基幹産業において、多くの付加価値の高い雇用が国内で創出されることになる。このように、日本にとって中国との FTA は空洞化対策を超えて、有効な成長戦略でもある。

Estimating Monetary Policy Rules When Interest Rates Are Stuck at Zero*

Jinill Kim†
Korea University

Seth Pruitt‡
Federal Reserve Board

March 2012
Preliminary and Incomplete Conference Submission

Abstract

This paper proposes a novel way to measure the response function when the dependent variable is censored. We discuss this proposal in the context of the federal funds rate, which is the target variable for U.S. monetary policy and—starting in December 2008—is targeted within the range between zero and 25 basis points: censored at its effective zero bound. Our novel solution is to use data on forecasts on economic variables by financial market participants in estimating the response function for the federal funds rate. The advantage of using these forecasts is that the forecasters may still continue to project future conditions under which the dependent variable remains positive (i.e. uncensored), allowing for standard methods (e.g. ordinary least squares) to identify the response parameters. Using surveys of market professionals' forecasts we ask: Does the market believe that the Federal Reserve's policy response function changed in the wake of the 2007–2009 financial crisis? According to our analysis, the perceived response to unemployment has increased while the response to inflation has remained stable.

Keywords: monetary policy, policy rule, survey data, market perceptions, censoring, zero lower bound, Blue Chip Survey.
JEL codes:E53, E58.

*We thank Stefano Eusepi, Ricardo Nunes, Nick Turner and Jonathan Wright for helpful discussions, as well as presentation participants at the Federal Reserve Board. The views in this paper are solely the responsibility of the authors and should not be interpreted as reflecting the views of the Board of Governors of the Federal Reserve System or of any other person associated with the Federal Reserve System.

†jinillkim@korea.ac.kr
‡seth.j.pruitt@frb.gov

Bayesian Stock Market Instability Index

Jae Joon Ahn and Kyong Joo Oh
Dept. of Information and Industrial Engineering, Yonsei Univ., Seoul 120-749, Korea

Chiho Kim
Hana Institute of Finance, Seoul 150-705, Korea

Tae Yoon Kim
Dept. of Statistics, Keimyung Univ., Daegu 704-701, Korea

Abstract

Recently, Kim et al. (2009) proposed a stock market instability index ($SMII$) using nonparametric model fitted to a stable period. But this $SMII$ has failed to explain the 2008 global financial market crises since its data-driven approach excessively relies on the data from the stable period. To resolve this problem, this study develops Bayesian approach which employs parametric random walk model as well as the nonparametric model. Indeed *integrated stock market instability index* ($iSMII$) and its p-value are derived as posterior expectation of the two models. As an empirical study, $iSMII$ and its related p-value are developed for the Korean stock market.

Keywords: Stock market instability index; Stable period; Random walk model; Nonparametric model; Bayesian approach

A Unified Model: Arbitrage-free Term Structure Movements of Flow Risks*

Thomas Ho Company, Ltd Thomas S. Y. Ho

Hanyang University Sang Bin Lee

(September, 2008)

Abstract

This paper first dichotomizes risk drivers into “stock” or “flow” attributes. Stock risk drivers are prices of tradable securities and flow risk drivers are rates represented by the stochastic movements of a term structure of securities. This paper then shows that the Black Scholes model is the relative valuation model for the stock risk drivers while the proposed unified model is for the flow risk drivers.

The unified model can be described in the Ho-Lee model framework. We apply this model to five different flow risk drivers: interest rate, credit risk, liquidity risk, energy risk, and inflation risk. We then show that the unified model provides an analytical framework for securities that are subjected to several of these flow risk drivers, offering many applications.

For example, the 2008 financial crisis clearly shows the importance of the use of a unified model in enterprise risk management. The crisis demonstrates that risk management should not take a silo approach to manage each flow risk driver, such as interest rate risk and credit risk. We propose an integrated approach to manage risks using the unified model.

* The authors would like to thank the participants at Financial Innovation Conference, Owen School, Vanderbilt University 2008 for their comments. We would also like to thank Eric A Anderson and Charles Fenner for their insights in energy contracts. We are responsible for any errors in the paper.

アジアにおけるバスケット通貨の展望　～　企業財務の視点から

みずほコーポレート銀行　赤羽　裕

本稿は、1997 年のアジア通貨危機以降、チェンマイ・イニシアティブを初めとして進んできたアジア域内の金融協力の動きの中で、長期的な議論となるであろう、通貨協力に関して、ミクロ面からの分析を試みたものである。具体的には、ACU（＝Asian Currency Unit)、すなわちアジア版の ECU（＝European Currency Unit）が創出された場合、実利用者である個別企業財務にはどのようなメリット・デメリットがあるのか、またその影響額は財務面ではどのようなレベル感なのかを検証したものである。

通貨分野に関する域内協力としては、2006 年の ASEAN＋３の財務大臣会合で「アジア地域の一層の金融安定に向けた地域通貨単位構築の手順の研究」が合意されたものの、その後、大きな進展はない。そうした状況で、2008 年 9 月にリーマンショックが起き、世界の金融・経済は大きな変革期を迎えたと言える。具体的には、それまで世界経済を牽引してきたアメリカの経済力に翳りが見られ、ユーロ圏も金融政策と財政政策の基盤の違いからくる問題点を露呈した。一方で、世界経済危機以降も、中国を筆頭にアジア域内の経済成長力は今後も継続的な成長が見込まれる。アジア諸国は、チェンマイイニシアティブやアジア債券市場育成イニシアティブといったこれまでの金融協力のみならず、通貨分野の協力を具体的に検討する段階に入ったと考える。

従来、マクロ面からのアプローチから ACU をいかに創出するかといった研究は多くみられた。そこで、本稿では ACU が創出された場合に、実利用される条件を探った。検討手法として、日系企業をはじめとして域内分業体制を構築済の企業にとって、域外通貨である米ドルから ACU 建てに貿易取引をシフトすることのメリットや問題点を検証する。具体的には、サンプリングした個別企業の外貨建ての貿易取引を米ドル建てから ACU 建てに変更した場合の当該企業への影響額を財務諸表から試算することによって示した。これにより、日本のみならず中国や ASEAN 企業にとっても、貿易決済に利用できる ACU を創出することに意義があることが確認できた。域内の為替の安定が、企業活動を通じて各国にとってもメリットがあるといったインプリケーションを展望している。

なお、本稿の内容・見解は個人的なものであり、みずほコーポレート銀行、その他いかなる組織とも無関係である。

国際資本移動の現代的特徴
―米国金融市場と国際資本移動―

名城大学　高山晃郎

本報告では、1985 年以降頃から急拡大してきた国際資本移動について、その現代的特徴として、どのようなことが指摘できるのかを検証する。その際、特に米国の資本流出と資本流入の構造に注目しながら分析を進めることにする。本研究で得られた結論は以下の 3 つである。

第 1 に、国際通貨基金（International Monetary Fund）のデータを分析すると、最近の傾向として、途上国から先進国へ資金が移動しているケースが顕著に見られる。途上国を地域別にみると、中南米、アジアは米国への投資の重要性が高い。一方、ユーロエリアの存在が国際金融市場に大きな影響を与えていることを反映して、東欧では、ハンガリーを除けば、米国金融市場への投資の重要性は低い。また途上国の金融市場の規模を、米国やユーロエリアと比較してみると、途上国の金融市場の規模は、伸び率で見ると圧倒的に高い。また伸び率だけでなく、金融市場の規模で見ても、途上国は、米国やユーロエリアにはまだ及ばないものの、接近している。このことは、途上国の国際金融市場でのプレゼンスの拡大を示す一つの証拠とも言える。

第 2 に、世界各国が米国へ資本を流入させていることは周知の事実であるが、本研究では、これまであまり指摘されてこなかった、と思われる事実をデータにより把握することができた。米国非居住者による米国内証券の取得と処分の特徴は、流動性の高い米国債の取得と処分を頻繁に繰り返していることである。日本の居住者による米国内証券の取得と処分の中心は米国債であるが、ユーロエリア及びケイマン諸島所在居住者による米国内証券の取得と処分を見ると、米国債も取引されているが、米国株式の取得と処分を頻繁に行っている。このことは、米国金融市場の存在が国際資本移動の拡大要因の一つとして重要な意味を有していることを示すものである。

第 3 に、基軸通貨国米国の機関投資家が、先進国及び途上国の現地通貨建ての証券を取得している。このような機関投資家の国際投資は、外国為替市場の構造を大きく変化させた。機関投資家の外国為替取引は増大し、またその通貨構成も途上国通貨を含めて多様化した。

最後に、上記のような現代の国際資本移動は、国際金融論にどのような新たな意義をもたらすのかも、報告では述べたいと考えている。

Organizational complexity and the speed of adjustment toward target leverage

一橋大学大学院商学研究科博士課程　中嶋 幹
一橋大学大学院商学研究科　小西 大

本稿の目的は、企業組織の複雑性が経営判断、とりわけ資金調達の意思決定の早さに与える影響について分析することにある。変化の激しい経営環境において、迅速かつ的確な経営判断は企業価値向上には欠かすことはできず、実務的観点からこうした分析の必要性は高い。また、企業組織の複雑性に関しては従来経営組織論や組織の経済学の領域で研究が進められてきたが（Mintzberg, 1983; Roberts, 2004）、ファイナンス分野における研究は極めて限られており、学術的にも意義があると考えられる。

そこで本稿では、2001-2011 年の東京証券取引所第一部上場企業を対象に、企業組織の複雑性とターゲットに向けた資本構成の調整速度の関係について実証的に分析する。「複雑性」の定義は多様であるが、本稿ではファイナンスの文脈で組織の複雑性について分析した先行研究（例えば Naveen, 2006; Berry et al., 2006; Coles et al., 2008）に倣い、事業多角化の程度（事業セグメント数及び集中度）で捉えることとした。多角化の進んだ企業ほど、正確な情報伝達や社内の合意形成に時間を要するために経営判断の遅れが予想される。

分析の結果、専業企業に比べて、多角化企業の負債比率の水準は高いものの、ターゲット負債比率に対する調整速度は遅いことが明らかとなった。ただし、低多角化企業と高多角化企業の調整速度を比較すると、必ずしも多角化の進展が調整速度の低下を伴うわけではないことがわかる。そこで、企業の複雑性に注目して分析を行ったところ、多角化企業においては複雑性が高いほど調整速度が遅い傾向が示された。この結果は、企業の複雑性が高い企業においては事業セグメントが多くなると意思決定が遅くなるため、機動的な資本調整が阻害される可能性を示唆していると考えられる。

景気動向と個人デフォルトの関係
-階層ベイズ・パネル・プロビット・モデルによる検証-

株式会社三菱総合研究所 奥村 拓史
神戸大学大学院経済学研究科 松林 洋一

企業のデフォルトと銀行危機の相関は極めて強いが，個人（家計）のデフォルトと金融危機の関係は先進国でも時系列データが揃っていないことから，研究がなされていない(Reinhart and Rogoff (2008)。

個人のデフォルトは，その時点の債務者属性やローン属性だけでなく，シーズニング効果やマクロ経済の影響を受けていると考えられる。景気とデフォルトの分析は，近年，日本においてもいくつか先行研究があるが，それは全国の景気変動と企業のデフォルトの分析にとどまっている。

景気には全国の「平均的な景気」と地域独自の「局所的な景気」の存在が明らかとなっている（奥村・谷崎(2004)）。また，銀行の貸出には地域特性に応じた個別性（異質性）が確認されている(奥村・各務(2012))。以上から，デフォルトに景気動向が影響しているとすると，それは全国の「平均的な景気」よりも，地域の「局所的な景気」が影響している可能性が高い。

本稿の目的は地域に着目し，景気と個人のデフォルトの関係を明らかにすることにある。本分析では，株式会社三菱総合研究所の「住宅ローン 信用リスク データ・ンソーシアム」のデータをパネル・データに展開し，個人のデフォルトと全国および地域の景気との因果関係を，階層ベイズ・パネル・プロビット・モデル(Hierarchical Bayes Panel Probit Model)により経済学的に分析した。デフォルト分析の問題はデフォルトサンプルの少なさにある。階層ベイズモデルは地域間で共通する情報を事前確率密度関数として活用することで，小サンプルでも安定した推定値を得ることができるところに特徴がある。

本研究により，以下のことが分かった。

(i) 階層ベイズは少ないデフォルトサンプルでも安定した推定値を得ることができ，パネル・データにも有効である。

(ii) 個人のデフォルトには非システマティック要因の他にシステマティック要因，すなわち，景気変動も影響している。

(iii) デフォルトには，おおむねその地域の景気総合指標であるCI成長率(-1)と全国失業率が有効である。

(iv) 東海・近畿地域と甲信越地域は，その他地域とは景気指標の影響が異なり，独自のデフォルトと景気の関係が存在する。

以上の様に，個人のデフォルトは地域の景気の影響を受けていることが明らかとなった。

Financial market imperfection in an open economy

岡山商科大学　経済学部
井田　大輔

近年の金融のグローバル化の拡大は、国際的な金融リンケージを強化している。しかし、米国発の世界的な金融危機は深刻な経済停滞をもたらした。このことは、中央銀行はグローバルな視点から金融不安定性を考える必要があることを示唆している。本稿の目的は、金融市場の不安定性が二国ニューケインジアン・モデルにおいて重要なのか否かを検証することである。分析からは、ある国の構造ショックが他国に波及する大きさは金融市場の不完全性の程度に依存することがわかった。また、金融市場の不安定性の程度が拡大するにつれて、経済に発生する厚生損失も大きくなることが確認された。本稿ではさらに、金融市場の不完全性が存在する二国モデルにおける中央銀行の金利平準化の役割についても調べている。閉鎖経済モデルでは、金利スムージングの有効性が強調されているが、本稿の分析からは、高い金利のスムージングを行うことは経済厚生を低めることがわかった。

Life-time of Limit Orders in the EBS Foreign Exchange Spot Market

May 2012 (First Draft)

Masayuki Susai* Yushi Yoshida**
Nagasaki University Kyushu Sangyo University

Abstract:
The dataset allows measuring how long an individual limit order stays in the market. A limit order exits from the market by either cancelation/revision or transaction executed with another (counter-side) limit order. With the measured lifetime of limit orders, we find that volume, gap between quote and market price, and a slower pace of the market all contribute to a longer stay in the order book for a limit order, whereas large outstanding orders in the order book shorten the lifetime of a new limit order.

Journal of Economic Literature Classification: F31 (foreign exchange), G12 (trading volume), G14 (information and market efficiency), G15 (international financial markets).

Keywords: Foreign exchange market; Life time of limit order; Order flow.

*****Masayuki Susai, msusai@nagasaki-u.ac.jp. 1-14, Bunkyo-machi, Nagasaki, 852-8521 Japan. Susuai acknowledges financial support from Grant-in-Aid for Scientific Research (B) (22330097), JSPS.
******Yushi Yoshida (corresponding author), yushi@ip.kyusan-u.ac.jp. 2-3-1 Matsukadai, Higashiku, Fukuoka, 813-8503 Japan. Yoshida acknowledges financial support from the Zengin Foundation for Studies on Economics and Finance and Grant-in-Aid for Scientific Research (C)(23530308), JSPS.
We thank Kentaro Iwatubo, Eiichi Miyagawa, Kimiko Sugimoto and other participants at Kobe University for their useful comments.

中国農村金融改革における土地制度改革の役割

一橋大学大学院生　張焱

中国では 2003 年から農村金融改革が本格化してきた。しかし、金融機関の利益を重視していないため、資金流出、農家や農村企業の多くのニーズを満たさない等、改善の見られない問題も少なくない。農村金融の当面の問題は農家の担保物不足のため、金融機関が貸出に消極的であること、より本質的な問題は農家の増収緩慢である。この報告では現行貸出制度、農家収入の諸要因に対する検討に基づき、農村金融システム改善に対する現行の農村土地制度改革の必要性を説明する。

第一に、農村金融当面の問題―借り手の担保不足、及び農地担保の補完作用について。現行の貸出制度では、農地担保金融が行われておらず、一般的な農家は、担保物が不充分で、正規金融機関からの安定した高額の借入は望めない。これを補完するため、小額信用貸出と共担保貸出などの制度が導入された。しかし、両者とも短期的で小額の貸出であるため、安定性と金額上の制約がある。今後、農地、及び農家の住宅用地に関する権利を担保物の範囲に入れるならば、農村金融に対する当面の借り手における担保不足問題は大幅に改善できる。

第二に、農村金融における本質的な問題―農家の増収緩慢、及び農地改革の役割について。日本農村、及び米国のサブプライム住宅ローン危機の経験によって、農家の増収は農村金融の発展に対して極めて重要な要因と思われる。農家収入を主に影響する諸要因にたいして検討する。①農作物価格（関税・補助金）を人為的に高めると、農家の生産性を高めるモチベーションが抑制されてしまう可能性があり、また、高すぎる補助金は財政の重い負担となる。②主な農作物の単位面積の収穫量について、中国は世界で平均以上または上位に位置するといえる。農作物の種類によっては、大規模生産で単位面積の収穫量を増加させることは可能だが、倍増は難しい。一戸の農家に対して、大幅に収入を増加させられる可能性は低い。③土地国有化収用は農地を非農業化する唯一の方式で、非農業化による利益の大部分は政府に占有される。土地を放棄したい農家に対して充分な補償がないので、農民は徹底的に小作の生産方式を放棄しにくい。農家の収入を大幅に増加させて、市民との格差を是正するために、農家あたりの農地の倍増は最も実行可能な選択肢で、現行の農村土地制度は農家の増収に対する最大の制約となっている。

中国における第三者割当増資の実証分析

新関三希代・兪傑

〈要旨〉

本稿では，2008 年 1 月 1 日から 2010 年 9 月 30 日までの間，上海・深圳取引所A株株式市場，および新興市場で公表された 160 件の第三者割当増資のアナウンスメント効果を実証分析している．結果，第三者割当増資のアナウンスメント時に平均 1.8%の正の有意な超過収益率が発生していることがわかった．また，このアナウンスメント時の超過収益率は，発行株式数が多く株式時価簿価比率が高いほど，また，割当先が大株主関連会社単独である場合に有意に大きくなることが実証された．これは，中国の第三者割当増資公表時に Hertzel and Smith（1993）が指摘する情報の非対称性効果が働いていたことを示唆する．さらに，中国の場合，約 6 割が発行価格が市場価格以上となるプレミアム状態で増資を行っているという特徴があり，プレミアム状態で行われた増資ほど正のアナウンスメント効果が大きく，企業価値に対して長期的に正の影響を及ぼすことがわかった．

太政官札、会計基立金と商法司

同志社大学　　鹿野嘉昭

明治維新とともに近代化の道を歩み始めた日本は、富国強兵を国民的な達成課題に掲げて殖産興業の促進と貿易の伸長を目指した。この殖産興業策の推進および京都や大阪の富豪から借り入れた会計基立金の返済原資の捻出を図るべく明治政府は明治元年５月、旧福井藩士の三岡八郎の建議に基づき、太政官札という政府紙幣の発行に踏み切った。

しかし、國帑空乏の下、太政官札は明治元年８月以降、当初の目的から大きく逸脱し、維新政府の財源調達手段と化した。加えて、産業資金に充てるべく各藩・府県に貸し付けられた太政官札も藩・府県財政の赤字補填に流用された。その結果、太政官札の発行は維新政府および藩・府県政府の赤字補填手段と化すとともに、発行高も明治元年５月から２年７月までの１年２か月で合計 4800 万両、当時の幕府貨幣発行高（１億 3753 万両）の３分の１強という空前の規模に達した。

この太政官札は、日本における近代的な貨幣信用制度の確立過程を考えるうえで重要な意味を持っているため、古くから数多くの優れた研究成果が報告されている。ただし、先行研究の場合、明治時代の官選資料として名高い『貨政考要』や『紙幣整理始末』での議論に基づき、太政官札は一般には流通せず、京都、大阪および東京という三都に滞流するのみであったとして、貨幣としての非流通性が強調されるのが一般的となっている。

その一方で、太政官札の発行・流通状況について江戸時代から何を受け継ぎ（あるいは何を捨て去り）、明治維新により何が付け加えられたのかというといった観点から検証したり、各種文献資料に記載された関連統計を利用して統計的に分析したりするという接近方法はあまり採用されていない。

本報告では、先に掲げた接近方法にしたがって数量経済学的な視点から太政官札の発行・流通状況や貨幣としての性格、役割と意義について改めて分析・検証することにした。その結果、次に掲げるように、従来とは異なる知見が得られた。

第１に、太政官札は殖産興業の推進を主たる狙いとした発行されたが、その後、財政資金繰りが窮屈になったため、財政赤字の補填目的での発行が急増したのである。

第２に、太政官札の流通に関しても流通価格の急落や貨幣としての非流通性が強調されている。しかし、文献資料に記載された流通価格の動きをみると、太政官札は通説が説くほどの悪貨ではなく、それなりに流通していたのではないかと判断される。

第３に、太政官札の貨幣としての性格も大きく変容した。太政官札は「一時ノ権法」による特別の貨幣として発行されたが、発行量が急拡大するなかで、明治政府が国民に対して正貨と同様の交換手段としての利用を求めたことを契機として通常の貨幣としての性格を強めた。

近代中国「銭荘」のビジネスモデルとその衰退

麗澤大学　陳玉雄

「銭荘」（両替商、Chinese Private Bank）は、両替、貸付、為替、手形、預け金などの業務を行う中国の在来的な金融機関である。１８４０年代からのほぼ一世紀にわたって活躍していた。

- 「銭荘」の衰退要因に関する研究

これまでの研究はほとんど、「銭荘」の衰退要因を、政府との関係およびその政策、社会・政治情勢、経済の発展状況など、すなわち「銭荘」を取り巻く外部環境に求めてきた。本報告は、「銭荘」の衰退要因をその内在的な構造から生じたビジネスモデルに求める。

- 金融機関としての独立性の欠如

これまでの研究は、「銭荘」の先進性を強調し、その「預金」業務が近代的な銀行と変わらないものだと主張している。しかし、その「預金」は一般大衆から集めたものではなく、限定された関係者を対象とするものであった。本研究はこれを「預け金」業務と呼ぶ。すなわち、「銭荘」はその経営者のネットワークに依存して資金を調達したのである。「票号」（遠隔地為替業者）を含む近代「銭荘」は、基本的に預金を受け入れず、特定なものに依存したため、自らの資金調達能力と資金の期間転換能力が乏しい。特定なものに依存したゆえに、コントロールされるまたは共倒れのリスクが内包されているのである。そのため、狭義の「銭荘」は、「票号」、外国銀行および内国資本銀行に次々と、資金の主要調達先を変えながら生き残りを図っていかざるを得なかった。

- 家計からの未分化

ごく少数の事例を除き、「銭荘」は、自らのネットワークを飛び出し、一般大衆から預金を受け入れる銀行への「解消的発展」を頑なに拒否してきた。「票号」は、自らと運命が一体化したはずの清朝政府と地方官僚による銀行創設の要請を幾たび撥ね返していた。狭義の「銭荘」も、民国政府による銀行への改組計画をなかなか受け入れることができなかった。「銭荘」の株主は、家産の一部でもある「銭荘」を、家計から分化されることを恐れたためであると考えられる。近年の「票号」研究は、コーポレート・ガバナンスにおける所有と経営の分離、金融手段における手形による為替・決済業務の革新、従業員株の無償提供など、「票号」経営の先進性を強調している。しかし、「銭荘」は、一回のみの非継続事業の域から脱したとはいえ、あくまでも家族に従属した一時的なパートナーシップである。近代中国においては、企業のオーナー経営者は、企業組織自体の永続的な発展よりも、家族を永続させることを前提にしていた。

以上、「銭荘」は、自らのネットワークに依存したビジネスモデルが経営環境の変化に対応できず、衰退したのである。

＜共通論題＞

アジアの成長と日本の金融
―アジアを取り巻く金融環境の変化と成長のためのアジア金融システム―

慶應義塾大学　吉野　直行

1997-98 年のアジア通貨危機は、(i)アジア諸国の為替レートがドルとの連動性が高かったもとで金融自由化を進めたこと、さらに、(ii)外貨準備がアジア各国では、あまり多くなかったことが原因であった。しかし、その後、アジア諸国は、経常収支の黒字により、外貨準備も増加し、経済成長により貯蓄率の増加も進んだ。しかし、アジアの貯蓄は、米国の国債などアジア域外の国債中心で運用され、アジアの貯蓄は、必ずしも、アジア域内の投資には向けられていない。

また、2007 年以降のアメリカと欧州の金融危機の後、欧米では、金融緩和が進められている。その資金が、日本国債に向けられ、日本を「円高」に導いている。他方、中国は、バスケット通貨制を採用しているが、ドルとの連動制が未だに高いウエイトの為替政策である。アジア諸国における「為替制度」のあり方は、一つの重要な論点である。

アジア諸国は、ここ数年、比較的高い成長率を達成してきた。アジアの途上国が、今後もこうした成長を続けるためには、インフラの整備、成長に必要な分野への資金提供が継続的に行われることが、アジアの発展には欠かせない。このためには、長期の安定的な資金を如何に供給するか、リスクの高い中小企業・地場産業・家族企業などに、どのように「リスクマネー」を提供するかは、大きな論点である。

ユーロ危機により、欧州の一部の金融機関が業務展開を消極化する中、わが国の金融機関が、政策当局と一体となって、アジアの成長に果たす役割は一層大きくなっている。また、円高に対処するために、日本からアジアに進出する中小企業に、安定的な資金を提供し続けることも日本の金融機関の役割であると考えられる。

共通論題では、こうした問題意識のもと、国際協力銀行（JBIC）、財務省、ドイツ証券、大学という四つの組織の視点から、報告とディスカッションを行う。

インフラの整備はアジアでは喫緊の課題である。最初に、国際協力銀行の渡辺副総裁から、インフラファイナンスにかかわる問題、アジアにおける JBIC の役割を中心に報告が行われる。また、民間資金と公的資金の組み合わせによる官民ファンドの役割とリスク分担、JBIC と民間金融機関とのアジアでの協調についても触れる予定である。

第 2 報告では、アジアの金融市場の現状、アジアと欧米との資金の流れ、最近のアジアにおける金融協力について言及される予定である。1997 年のアジア通貨危機の際のダブルミスマッチ問題以降、アジアの資金をアジアの中で回せないか、長期の資金をどのように

確保すべきかが、議論されてきた。アジア債券市場の育成など、この問題に関する今日までの展開を念頭に、アジア金融システムの展望と課題を提示する。

第3報告では、アジアにおける銀行の役割、アジアの中小企業金融の充実のための日本の役割などに焦点を当てる。アジア各国への日本企業の進出では、従来は製造業が中心であり、金融機関は日本の企業に資金を提供する役割に、主に徹していたと思われる。しかし、アジアの高成長と日本の円高、ヨーロッパの金融機関が撤退する中で、日本の銀行業もアジアでの展開を強めている。第3報告は、アジアにおける外国銀行業のプレゼンスについて報告される。

第 4 報告では、アジアにおける外国金融機関の役割がテーマである。銀行業、証券業、保険業など、金融分野における外国金融機関の各国シェア、および、その役割について、タイと中国を事例としてアジアの金融業の特徴を説明する。

全員の報告の後、アジアの成長を日本の金融が享受できるようにするための方策などについて、パネルデスカッションを行う予定である。

アジアにおけるJBICの役割とインフラ・ファイナンス

国際協力銀行　渡辺博史

世界経済の黄金期とも言われた２００５年・２００６年の後、米国のサブプライム問題に端を発したリーマン・ショック、その後に続くギリシャの財政粉飾が招いた欧州の金融不安､通貨ユーロの減価という大変動にさらされた国際金融市場は､大きく収縮している。短期の資金は各国中央銀行の大規模な流動性供給で「潤沢」というよりも副作用が懸念されるほどに「過剰」に溢れているのに対して、インフラ整備あるいは環境プロジェクトの推進に必要となる長期資金の供給は大きく落ち込んでいる。この１０年間に、世界全体では２０兆ドル、アジアだけで８兆ドルという膨大な額になると見込まれているインフラ・ファイナンスの資金需要を賄う資金供給は簡単ではない。

開発途上国あるいは一部の新興国におけるこれらの需要を下支えしてきた公的資金・政府開発援助（ODA）は、先進各国が自らの財政健全化に向けた緊縮策の遂行の中で、大きな伸びは期待されない。したがって、民間資金市場にある短期の資金を如何に長期化し、かつインフラ等の投資に向けていくかが不可避の課題となる。

JBICは、「逆循環的な資金補填機能」､「より大きな資金の取りまとめにむけての触媒機能」そして「問題が生じたときの処理解決機能」の三つの機能を果たすことによって、この課題に取り組んでいる。

本源的な貯蓄が大量に所在するアジアの好条件を活用するために、

① これまで国際金融業務に積極的でなかった金融機関を如何にファイナンス・シンジケートに誘引するか、

② 溢れかえる短期資金を如何に長期資金化するか、

③ これまで欧米を迂回してアジアに還流してきたアジアの貯蓄を域内でそのまま長期資金として活用するための債券市場整備を如何に推進するか、

④ つなぎの短期流動性を安定的に提供するための方策として何を行うか、

⑤ 以上の実施に向けて、域内各国政府、機関とどのような対話、協議を進めるか。

といった施策を推進している。　（以　上）

アジアにおける金融協力

財務省国際局地域協力課長　中村　修

アジア危機を契機に本格化したアジアにおける金融協力は、ASEAN+3 財務大臣プロセスの中での議論を通じ、ここ 10 余年、着実に進化してきている。

今年の５月３日にマニラで開催されたＡＳＥＡＮ＋３財務大臣・中央銀行総裁会議（今回初めて中央銀行総裁が参加）においては、チェンマイ・イニシアティブ（ＣＭＩＭ）の強化策、本強化策に対応した「アセアン+3 マクロ経済リサーチオフィス」（ＡＭＲＯ）の組織強化、アジア債券市場イニシアティブ（ＡＢＭＩ）のニュー・ロードマップ・プラスの作成に合意するなど大きな節目を迎えた。

チェンマイ・イニシアティブの強化策については、近年のグローバルな金融危機・不安定な欧州情勢を踏まえ、抜本的な強化策が検討され、全体規模の倍増（現在の 1,200 億ドルから 2,400 億ドルへ倍増）、危機予防機能の導入、ＩＭＦプログラムの支援がない場合でも支援可能な部分を最大 20%から 30%への引き上げ（さらにはＡＭＲＯの機能強化を前提に 2014 年には 40%に引き上げ）が合意された。

アジア債券市場イニシアティブ（ＡＢＭＩ）については、2003 年のイニシアティブ開始以来、アジアの貯蓄をアジアの投資に活用するための各種取組みが実施されてきたが（最近では、アジア・ボンド・オンライン、信用保証・投資ファシリティの設立などの具体的成果が挙げられる）、こうした取り組みをより具体的な成果につなげるため、今般、３つの柱、９項目から成るニュー・ロードマップ・プラスに合意した。

アジアにおける地域金融協力は各国当局間の議論のみならず、民間市場関係者の間での議論においても着実な進展が見られる。一昨年の秋、ＡＳＥＡＮ＋３のクロスボーダー債券取引の拡大をめざし、市場慣行の標準化や規制の調和化を議論するための共通の場として、民間を中心にＡＳＥＡＮ＋３債券市場フォーラム（ＡＢＭＦ）が設置された。規制関係と債券の決済プロセスの２つのフォーラムにおいて議論が行われており、今春、第１フェーズの成果として各国債券市場に関する詳細な報告書（ASEAN＋３債券市場ガイド）が公開された。今後の第２フェーズの作業としては、東京プロボンド市場を参考としてＡＳＥＡＮ＋３共通のプロ向けの発行プログラム形成を具体的に議論している。

本報告では、こうした地域金融協力の進展を跡付けるとともに、グローバル経済の中に深く組み込まれる中で世界の成長エンジンとなっているアジア経済における今後の金融協力のあり方やわが国の再生戦略との関係についても考察を行いたい。

アジアにおける日本の金融機関の成長機会

ドイツ証券　山田能伸

本邦金融機関のアジアでのプレゼンスが高まっている。三大銀行グループのアジア向け貸出額は2010年3月期の1,128億ドルから12年3月期には2,072億ドルとなり、83.7%増加した。アジアでは経済発展とともに民間信用額が急増しているが、そのGDP比率はまだ低く銀行貸出の増勢が続いている。12年の貸出増加額は中国で15%、インドは21%、インドネシアでは18%が予想されている。国内で人口減少に直面している邦銀にとっては、アジアの成長を取り込むことが重要課題となる。

アジアだけではなく欧米でも邦銀のプレゼンスが高まっているが、その背景には相対的信用力の改善と欧州の銀行の資産削減がある。邦銀の国際業務における預貸率は実質で100%を切っており、預金と貸出の同時拡大という健全な成長が見られる。

欧米と違いアジアでは各国で金融規制が異なることから、国別のアプローチが不可欠である。例えば、中国では預貸率規制が厳しいことから、預金の獲得が重要になる。インフラ整備が本格化するインドでは、プロジェクトファイナンスの幹事になることの効果が大きい。二輪車、四輪車の普及が急速に進むインドネシアでは販売金融の成長性が高い。

アジアでのさらなる業務拡大としてはリテール部門への参入が考えられるが、自前でのコストは高い。各国とも、外国資本の参入規制があるため、欧米のようなM&Aは簡単ではない。少数持分出資によって、経営の関与度を徐々に高めていくのが現実的だろう。

邦銀のアジアでの貸出の内訳は、他の地域と同様、日系企業向けと非日系企業向けの割合がおおむね3：7となっている。この割合はここ数年大きな変化がなく、日系企業向け融資も高い成長が続いていることになる。近年、大企業のみならず中小企業のアジア進出も増加しているが、地銀の海外支店は数が限られていることから、十分な金融サービスをどう提供していくかが課題となる。

一方、アジアの資本市場は発展途上にある。各国の市場は時価総額では大きくなったが、政府系企業の民営化案件や大企業の増資案件などが中心で、流通額の厚みに欠ける傾向がある。株式の発行市場では欧米の投資銀行が既に大きなシェアを占めているが、流通額が増せば本邦金融機関の成長も期待されよう。中国など金利の自由化が進む国では、債券市場の拡大が予想される。この分野では、邦銀のノウハウが活用できる可能性がある。

高い信用力を背景にした邦銀の国際業務拡大は、1980年代にも見られた。ただ、大型買収案件や商業用不動産向け融資への傾斜は、90年代に不良債権の増加をもたらした。現在のアジアでの業務拡大はそうした教訓を生かし、日系、非日系企業に対する地道なアプローチによる地に足のついた成長を目指すべきだろう。

アジアにおける外国銀行の展開
―タイと中国を中心に―

山形大学　山口昌樹

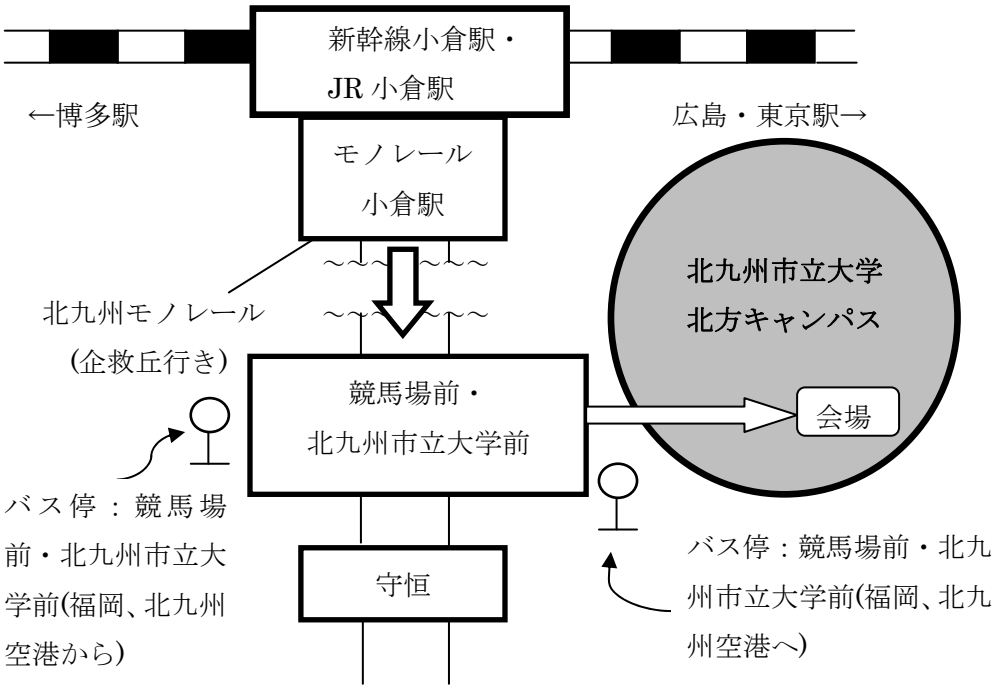
アジアの成長をいかにして取り込むのか。本報告は外国銀行のアジア進出というトピックを取り上げることによって論点提供の役割を果たしたい。アジアへの外国銀行の進出は1990年代後半から顕著であり、欧米系銀行に限らずアジア・豪州の銀行も積極的に現地銀行の買収・出資を進めてスーパーリージョナルバンクを形成し始めている。増大する収益機会を求めてアジア各国へ進出する外国銀行の動向を、対照的な状況にあるタイと中国に絞って紹介する。報告の前半では進出状況を概観し、後半で業務展開を比較する作業を通じて外国銀行の展開を検討する。

進出状況を外国銀行の資産シェアで見ると、2009年の数字ではタイが40%、中国が2%とその差は歴然である。中国への進出形態は現地法人を設立して店舗網を拡充する動きが主流である。例えば、拠点数トップのHSBCはすでに100を超える拠点を構え、サブブランチの出店を中心に進めてリテール拠点を構築している。一方、タイで顕著なのは現地銀行の買収による進出であり、2000年代後半に中規模行への出資・買収が相次いだことが外国銀行の資産シェアが高いことの要因である。また、フルブランチ形態で進出している外国銀行について資産規模を確認すると予想以上に大きいことも分かった。

業務展開で目を引くのは邦銀の特異性である。中国、タイの両国において邦銀は日系企業が中心にホールセールに特化して業務を進めている。一方、欧米系、アジア系銀行はともに個人向け商品を投入し、中小企業金融にも注力するという具合に業務の現地化を進めている。また、タイではフルブランチ形態では外国銀行はリテールをほとんどやっていないが、買収された現地銀行を通じてリテールを積極的に手掛けるという想定していない動向が観察された。この点については少し詳細に紹介したい。

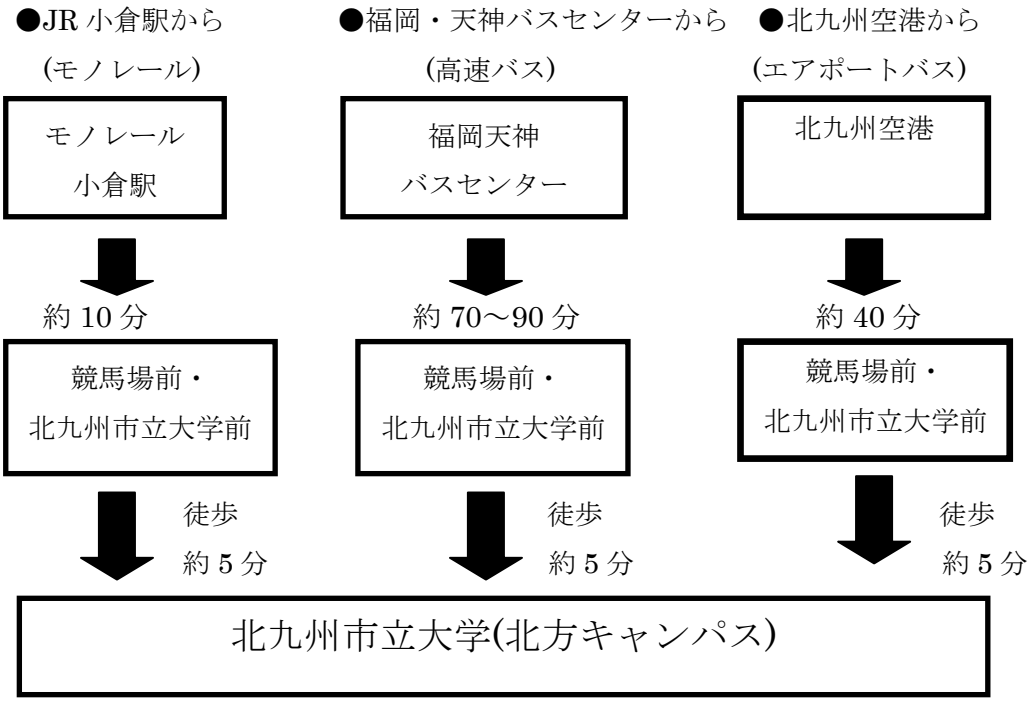
リーマン・ショック、欧州債務危機による欧米系銀行の凋落を尻目に邦銀はプロジェクトファイナンス、貿易金融などのホールセール分野において海外での攻勢を強めている。邦銀の競合相手と考えられる銀行は欧米系銀行、アジア系銀行ともに現地市場を開拓する戦略を取り、個人顧客や中小企業を取り込むための金融商品・サービスを投入し、そのための体制を構築している。アジアの成長を取り込む経路は1つに限定されているわけではない。しかし、メガバンクの戦略に死角は無いのだろうか、問題提起で報告を締めくくりたい。

北九州市立大学（北方キャンパス）　アクセスマップ



【アクセス概略】

※福岡空港からお越しの方は、空港から地下鉄で JR 博多駅または天神に行き、下記の経路をご利用ください。JR 博多―小倉間は、新幹線で 20 分、2,050 円です。



※より詳細な地図は、下記の URL をご参照ください。

北九州市立大学へのアクセスマップ

http://www.kitakyu-u.ac.jp/access/kitagata.html